

Vontobel

Investors' Outlook

Vorsprung dank Weitsicht



Dezember 2023 / Januar 2024

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Check des Wirtschaftszustands

6 Markt-Highlights

Unser Wirtschaftsausblick 2024

8 Viewpoint

Bewältigung der Energiewende: Weg in die Zukunft

12 Anlageklassen im Fokus

16 Prognosen



Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Autoren*

Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel
Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income and FX Strategist,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel
Veronika Stolbova, PhD,
Senior ESG Analyst,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe Februar 2024)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

1. Dezember 2023

Bemerkungen

* Siehe «Analystenbestätigung» unter
«Rechtliche Hinweise» auf Seite 17

Vorsprung dank Weitsicht



—
Dan Scott
 Head of Vontobel Multi Asset,
 Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Während das Jahr seinen Endspurt hinlegt, haben die Märkte zu einer Weihnachts-Hausse angesetzt. Sie nehmen aufgrund von zwei wichtigen Datenpunkten einen Richtungswechsel der US-Notenbank Fed vorweg: Die Inflation ist nach kurzem Aufflackern wieder rückläufig, wobei sich alle ihre Komponenten in die richtige Richtung bewegen, und die Beschäftigungszahlen vom Oktober zeigen, dass der Arbeitsmarkt abkühlt. In diesem Fall erweisen sich schlechte Nachrichten als gut, bedeuten sie doch, dass die Wirtschaft sich verlangsamt und die Fed ihren Leitzins wahrscheinlich nicht weiter erhöht. Denn ihr Doppelmandat lautet: Preisstabilität und möglichst hohe Beschäftigung.

Die harte Arbeit zur Bekämpfung der Inflation ist gemacht. Doch das letzte Stück hin zu 2% wird beschwerlich und ist in kurzer Zeit wohl kaum zu bewältigen. Wir verstehen, dass die Fed einen restriktiven Ton anschlägt, erinnern uns aber, dass es ihr nichts ausmachte, als die Inflation zehn Jahre lang unter diesem Ziel lag. Somit dürfte sie unserer Meinung nach auch nichts dagegen haben, wenn die Inflation ein wenig über 2% liegt. Der restriktive Ton wird wohl eher beibehalten, um den Schein zu wahren. Dennoch werden die 2% ohne Rezession schwer zu erreichen sein, weshalb sich die Anleger nicht von der Vorstellung einer weichen Landung hinreißen lassen sollten.

Die anhaltende Debatte um eine Rezession gemahnt an den Spruch des Ökonomen Paul Samuelson: «Der Aktienmarkt hat neun der letzten fünf Rezessionen vorausgesagt.» Wir halten an unserer Rezessionsprognose fest, denn unseres Erachtens entstehen umso mehr Risse im Gefüge, je länger die Zinsen hoch bleiben. Da unterschiedliche Prognosen kursieren, ist entscheidend, wie man sich ausrüstet. Wir haben auf jeden Fall einen Regenschirm dabei.

Wir rechnen mit einem anspruchsvolleren Umfeld, als wir es je erlebt haben. Stand in der Vergangenheit eine Rezession bevor, scheuten die Anleger jeweils das Risiko. Aber diesmal sieht es anders aus. Die meisten Unternehmen sind gesund und verfügen über solide Bilanzen. Die Kosten zur Bedienung ihrer Schulden machen gerade einmal 20% ihres Nettogewinns aus und sind damit so gering wie nie – vor der globalen Finanzkrise waren es 80%. Sorgen bereiten den Anlegern die hohe Staatsverschuldung (deshalb glänzen Gold und Kryptowährungen) und die geopolitischen Verwerfungen. Diese Themen dürften uns auch durch das Jahr 2024 begleiten.

Wir finden, dass jetzt der falsche Zeitpunkt wäre, um unser Portfolio wesentlich zu verändern. Zur Verstärkung der Diversifikation schichteten wir aber einen Teil des Liquiditätsbestands in alternative Fonds um. Im vorliegenden Investors' Outlook können Sie unseren Ausblick für 2024 studieren, sich über die Entwicklung des US-Dollar informieren und sich zusammen mit unserer erfahrenen ESG-Analystin in das Thema Energiewende und deren Bedeutung für Anleger vertiefen.

Der nächste Investors' Outlook erscheint Anfang Februar. In der Zwischenzeit bleiben wir wachsam, behalten die Dynamik des vergangenen Jahres im Hinterkopf und navigieren vorausschauend durch die immerfort ändernde Konjunkturlandschaft. Wir sind gespannt auf neue Chancen, die das kommende Jahr birgt, und sind jederzeit bereit, sie zu nutzen.

→ Webcast

Um den Webcast zum Ausblick 2024 unserer Multi Asset Boutique zu sehen, klicken Sie bitte [hier](#).

4 Anlagestrategie



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Check des Wirtschaftszustands

Im November liessen die Zentralbanken mit Nachdruck verlauten, die Geldpolitik müsse lange genug restriktiv bleiben. Weil aber die US-Konjunkturdaten eine Abschwächung des Arbeits- und des Immobilienmarktes anzeigten, fragten sich die Anleger, was denn «lange genug» genau heisst. Dass sich die US-Wirtschaft abschwächt, dürfte klarer ersichtlich sein, sobald die aggressiven Leitzins-Erhöhungen ihre volle Wirkung zeitigen. Deshalb bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass die USA in der ersten Jahreshälfte 2024 in eine Rezession abgleiten dürften.

In den kommenden Wochen und Monaten dürften einige Faktoren wegfallen, welche die US-Wirtschaft bisher stützten und sie vor einer Rezession bewahrten. Dazu gehören die Ersparnisse aus der Zeit der Pandemie und die überraschende Widerstandskraft des Arbeitsmarktes. Der springende Punkt ist somit, wie lange die US-Konsumlaune noch gut und der Wirtschaft förderlich bleibt.

Die Weltwirtschaft ist zu schwach, um den starken Anstieg der Anleihenrenditen zu verkraften. Selbst ohne Rezession könnte die US-Notenbank Fed bald gezwungen sein, ihren Leitzins zu senken. Denn ihre Geldpolitik

ist für das aktuelle Inflationsniveau zu restriktiv. Im September fiel zum Beispiel die Teuerung der US-Konsumertenpreise von 3,7% auf 3,2% und jene der US-Produzentenpreise von 1,9% auf 1,3% gegenüber Vorjahr. Dies ist den Anlegern nicht entgangen, weshalb die Märkte aktuell eine Wahrscheinlichkeit von knapp 60% einpreisen, dass der US-Leitzins bis Mai 2024 um mindestens 25 Basispunkte gesenkt wird.

Diesseits des Atlantiks ist das Wirtschaftswachstum der Eurozone mit Blick auf die Einkaufsmanagerindizes (PMI) besorgniserregend. Diese signalisieren, dass die Konjunktur auf der Stelle tritt. Dem letzten Quartal mit schrumpfendem Bruttoinlandprodukt könnte durchaus ein zweites solches folgen – eine sogenannte technische Rezession. Weil sich die Wirtschaft der Eurozone in desolatem Zustand befindet und sich die Inflation deutlich verlangsamte, könnte die Europäische Zentralbank ihren Leitzins sogar vor der Fed zu senken beginnen. In China erwarten wir vor der zweiten Jahreshälfte 2024 keine nennenswerten Konjunkturimpulse.

Die Details zu unserer Asset Allocation finden Sie auf Seite 5.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität		↘				Das Vontobel Investment Committee schreibt alternativen Anlagen mehr Renditepotenzial zu als Geldmarkt-Anlagen. Deshalb haben wir einen Teil der Liquidität umgeschichtet in alternative Strategien. Deren Position ändert somit von untergewichtet auf neutral, jene in Liquidität von neutral auf untergewichtet.
2 Anleihen			→			Für Anleihen bleiben wir neutral und in den Sub-Anlageklassen defensiv ausgerichtet. Gegenüber Staatsanleihen sind wir positiv, da wir mit sinkenden Renditen rechnen. Gegenüber Hochzinsanleihen sind wir negativ, da die Zahlungsausfälle zunehmen. Für Investment-Grade-Anleihen bleiben wir neutral. In Schwellenländer-Anleihen sind wir leicht übergewichtet. Diese Anlageklasse profitiert in der Regel von einem schwächeren US-Dollar – unser Basisszenario, wenn die US-Notenbank Fed ihre Geldpolitik lockert.
3 Aktien			→			Für Aktien bleiben wir neutral und in den Regionen defensiv positioniert. Die Anlageklasse dürfte eher Mühe bekunden, besonders nach der November-Hausse. Die Aussicht auf mögliche Zinssenkungen in der ersten Jahreshälfte 2024 und der mässige Risikoappetit der Anleger sprechen gegen ein Untergewicht, die zu erwartende Rezession und die schrumpfenden Zentralbankbilanzen gegen ein Übergewicht. In diesem Umfeld könnten die Anleger noch wählerischer werden. Wir bevorzugen qualitativ hochwertige, margenstarke Unternehmen mit hoher Gewinnvisibilität aus defensiven Regionen, wie den USA und der Schweiz. Aktien der Eurozone dürften es unserer Meinung nach am schwersten haben, da die zugrunde liegenden Unternehmen für steigende Rohstoffpreise anfällig sind und mehrheitlich aus zyklischen Sektoren stammen, was sie dem Risiko von Gewinnrevisions aussetzt. Dass bei den Ergebnissen für das dritte Quartal positive Gewinnüberraschungen ausblieben, stützt unsere Ansicht.
4 Gold				→		Für Gold bleiben wir leicht positiv. Das Edelmetall zog stark an, nachdem der Nahost-Konflikt eine Anlegerflucht in sichere Werte ausgelöst hatte, die nach ein paar Wochen allerdings abflaute. Gold konnte seine Wertgewinne dennoch halten, da seine üblichen Triebkräfte (wie Anleihenrenditen und der US-Dollar) die nachlassende Suche nach sicheren Häfen ausglich. Die jüngst schwächer als erwartet ausgefallenen US-Wirtschaftsdaten und die mildere Inflation deuten auf eine erste US-Leitzins-Senkung im Jahr 2024 hin. Ein solches Umfeld würde Gold stützen, da bei niedrigerem Zins die Opportunitätskosten für das Halten dieser zinslosen Anlage sinken.
5 Rohstoffe			→			Für Rohstoffe sind wir neutral. Unser Basisszenario einer Wirtschaft mit weniger Inflation, geringerem Wachstum und letztlich einer Rezession bedeutet, dass Rohstoffe ihre besten Tage gesehen haben dürften. Uns gefällt aber, dass sie losgelöst von der Entwicklung der Aktien- und Anleihenmärkte Renditen erzielen können. Zudem können sie zur Absicherung gegen Inflation dienen, sollten wir mit unserer diesbezüglichen Prognose falsch liegen.
6 Alternative Strategien				↗		Gerade in unsicheren Zeiten ist Diversifikation entscheidend. Deshalb haben wir unser Engagement in alternativen Fonds erhöht, wobei wir versicherungsgewundene Wertschriften bevorzugen. Deren Entwicklung korreliert in der Regel wenig mit den herkömmlichen Finanzmärkten. Sie hängt von bestimmten Versicherungsereignissen ab. Dadurch lässt sich das Gesamtrisiko des Portfolios verringern.

Unser Wirtschaftsausblick 2024

Das Börsenjahr 2023 neigt sich seinem Ende zu. Die Anleger dürften es – im Gegensatz zum äusserst schwierigen Vorjahr – als zufriedenstellend abhaken. Dies nicht zuletzt dank der Entwicklung der Wirtschaft, die beim Wachstum nach oben, bei der Inflation nach unten überraschte. Wird es nächstes Jahr so weitergehen?



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Das Weltwirtschaftswachstum überraschte im Jahresverlauf 2023, auch wenn es unter dem langfristigen Durchschnitt lag, praktisch durchgehend nach oben (Grafik 1). Die meisten Ökonomen rechneten mit einer Rezession, aber die hohe Inflation und der steile Leitzins-Anhebungszyklus machten den Unternehmen und den Konsumenten weniger zu schaffen als befürchtet. Die Firmen schoben die Aufnahme neuer Kredite zu hohen Zinsen hinaus und bauten offene Stellen ab, anstatt Mitarbeiter zu entlassen. Die Konsumenten zehrten von ihren Ersparnissen aus der Zeit der Pandemie, und der stabile Arbeitsmarkt blieb ihnen gut gesinnt. Überdies erwies sich die Fiskalpolitik als überraschend expansiv, wobei die US-Regierung besonders grosszügige Stützungsmaßnahmen sprach.

Rezession oder nicht?

Die zentrale Frage für 2024 lautet: Kann die Inflation besiegt werden, ohne dass die Wirtschaft in eine Rezession abgleitet? Es wäre das erste Mal überhaupt. Am Mantra «This time is different» hegen wir unsere Zweifel. Die Wirtschaft weist wegen der höheren Zinsen bereits Risse auf. Wir erinnern an die Bankenkrise vom letzten Frühling. Je länger die Zinsen hoch bleiben, desto tiefere Spuren werden sie hinterlassen. Schliesslich handelt es sich um den stärksten Anstieg der Realzinsen seit den

frühen 1980er Jahren (Grafik 2). Bereinigt um die Inflation liegen die Zinsen aktuell auf einem 15-Jahre-Hoch, wobei die weltweite Verschuldung deutlich höher ist als damals.

Die Gewinne der Unternehmen wachsen nicht mehr, abgesehen von ein paar US-Technologie-Giganten oder europäischen Luxusgüter-Produzenten. Gemäss Umfragen kürzen die Firmen ihre Pläne für Investitionsausgaben laufend. Viele Unternehmen sind gezwungen, den hohen Lohnforderungen der knapp vorhandenen Arbeitnehmer zum Ausgleich der Inflation nachzukommen. Setzt sich diese Entwicklung fort, werden einige Firmen nicht mehr auf Entlassungen verzichten können, um ihre Margen zu schützen.

Was macht die Konsumlaune in den USA?

Einschlägige Zahlen zeigen, dass der US-Konsument derzeit mehr Geld ausgibt, als er einnimmt. Dies bedeutet, dass er seine Ersparnisse aufbraucht oder sich neu verschuldet. In den USA stiegen die Kreditkarten-Schulden jüngst auf ein neues Allzeithoch von über einer Billion US-Dollar. Zinsen von mehr als 20% ziehen immer mehr Zahlungsausfälle nach sich (Grafik 3). Wir halten es für unwahrscheinlich, dass der US-Konsum unvermindert anhält und die Weltwirtschaft noch lange vor einer Rezession bewahren kann.

Die Folgen einer Rezession für die Inflation und die Politik der Zentralbanken liegen auf der Hand: Werden weniger Güter und Dienstleistungen nachgefragt, dürfte die Inflation zurück auf das Niveau vor Ausbruch der Pandemie sinken. Denn die globalen Lieferketten funktionieren wieder und die Lagerbestände vieler Hersteller von Gütern nehmen zu. Steigt bei geringerer Inflation die Arbeitslosigkeit, sind die globalen Zentralbanken gezwungen, ihre Leitzinsen deutlich zu senken.

Was könnte unerwartet anders kommen?

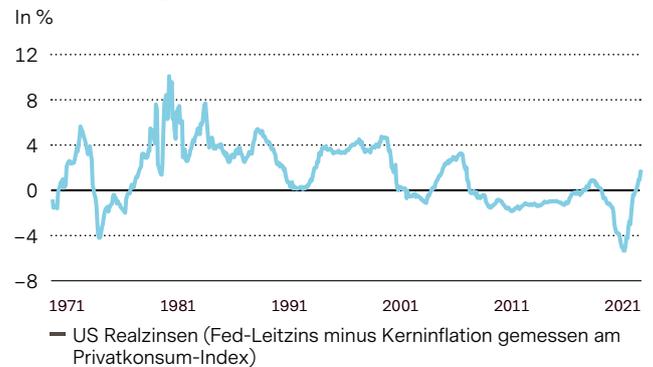
Als stützender Faktor für die Weltwirtschaft könnte die Inflation schneller als erwartet sinken, was die Unternehmen und Konsumenten entlasten würde. Darauf könnten rascher als erwartet Zinssenkungen folgen. Möglich wäre auch, dass China – als massgebliche Triebfeder für die Weltwirtschaft – ein grösseres Fiskalpaket lanciert, um seine Konjunktur wieder in Fahrt zu bringen. Als belastender Faktor könnte eine weitere Eskalation im Nahost-Konflikt eine zweite Inflationswelle auslösen. In diesem Fall würden die Zentralbanken ihre restriktive Haltung wohl beibehalten.

Grafik 1: Weltwirtschaftswachstum überraschte fast das ganze Jahr über positiv



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 23.11.2023

Grafik 2: So rasch und stark stiegen die Realzinsen zuletzt anfangs der 1980er Jahre



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 23.11.2023

Grafik 3: Immer mehr Schuldner geraten in Zahlungsnot



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 23.11.2023

An aerial photograph of a frozen river. The river is a dark, winding channel cutting through large, irregular floes of white, textured ice. The ice floes are separated by thin lines of dark water. In the middle-right section, a small, dark bird is perched on a flat ice floe, casting a soft shadow. The overall scene is a stark, high-contrast landscape of white and dark teal/green.

Bewältigung der Energiewende: Weg in die Zukunft



—
Veronika Stolbova, PhD
 Senior ESG Analyst,
 Vontobel

Die sich verschärfenden geopolitischen Konflikte, die Spaltung der Gesellschaft, die Inflation und die drohende Rezession mögen die Frage aufwerfen: «Wen kümmert der Klimawandel?». Wie auch immer Anleger zu dieser Thematik stehen, sie sollten ihr Augenmerk nach Dubai richten, wo die 28. Weltklimakonferenz (COP28) stattfindet und Vertreter von fast 200 Ländern die Umwelt-Agenda für die nächsten fünf bis 30 Jahre festlegen. Dieses Thema ist in unseren Augen zu wichtig geworden, als dass Anleger es ausser Acht lassen dürfen, welche von den Chancen der bislang grössten Herausforderung des Klimawandels profitieren möchten: der Energiewende. Sich jetzt darin zu engagieren, kann darüber entscheiden, wer im nächsten Jahrzehnt zu den Gewinnern und wer zu den Verlierern gehört.

Warum jetzt?

Die Diskussionen zum Klimawandel auf der 21. Klimakonferenz der Vereinten Nationen im Jahr 2015 (COP21) setzten mit dem Pariser Abkommen einen beachtlichen Meilenstein. Damals einigten sich die teilnehmenden Länder darauf, die globale Erwärmung auf 2 Grad Celsius zu begrenzen, und legten entsprechende Verpflichtungen fest. Dieser Ambition werden sie heute, auf halber Strecke zu den Zielen für 2030, aber noch bei weitem nicht gerecht. Viele sind der Ansicht, dass die 28. Klimakonferenz COP28 nur als Erfolg gewertet werden kann, wenn sich die Regierungen auf einschneidende Massnahmen einigen: Um die Klimaziele des Pariser Abkommens zu erreichen, müssen ab jetzt bis 2050 über 270 Billionen US-Dollar in die Bereiche Energie, Verkehr, Gebäude und Industrie investiert werden – das Doppelte des jährlichen weltweiten Bruttoinlandprodukts (Grafik 1).

Was wird von der COP28 erwartet und was bedeutet dies für Anleger?

Was die Klimakonferenz COP28 erreichen soll, darüber teilen sich die Meinungen. Viele fordern sofortige Massnahmen und starke Verpflichtungen, während andere zurückhaltender sind und sich wegen der geopolitischen Lage und der buchstäblich bevorstehenden Winterkälte um die Energiesicherheit sorgen. Das Hauptaugenmerk

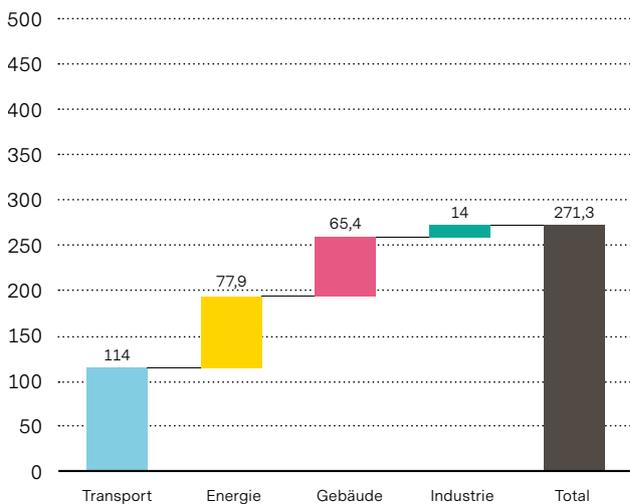
liegt auf den 20 Ländern, die am meisten Schadstoffe ausstossen und für 80% der weltweiten Emissionen verantwortlich sind – allen voran China, die USA und Indien.

Obwohl daran gezweifelt wird, dass an der COP28 der grosse Durchbruch gelingt, erwarten viele Beobachter Fortschritte in Form eines Pakets zur Beschleunigung der Energiewende. Hierfür müssen sich die Diskussionen an der COP28 wohl auf spezifische Mechanismen zur Dekarbonisierung des Energieverbrauchs in allen Wirtschaftsbereichen konzentrieren.

Unter Energiewende ist ein bedeutender Strukturwandel bei der Energieversorgung und beim Energieverbrauch zu verstehen. Solche Strukturwandel-Beispiele aus der Vergangenheit sind die industrielle Revolution, bei welcher Kohle Brennholz als Haupt-Energiequelle ablöste, und die Einführung des Automobils im 20. Jahrhundert, wodurch der Verbrauch von Öl und Kohle stiegen. Die moderne Energiewende bezeichnet den Übergang von fossilen Brennstoffen (Öl, Erdgas und Kohle) zu erneuerbaren Energiequellen (Sonne, Wind, Wasserkraft und Lithium-Batterien).

Grafik 1: Investitionsbedarf nach Branche

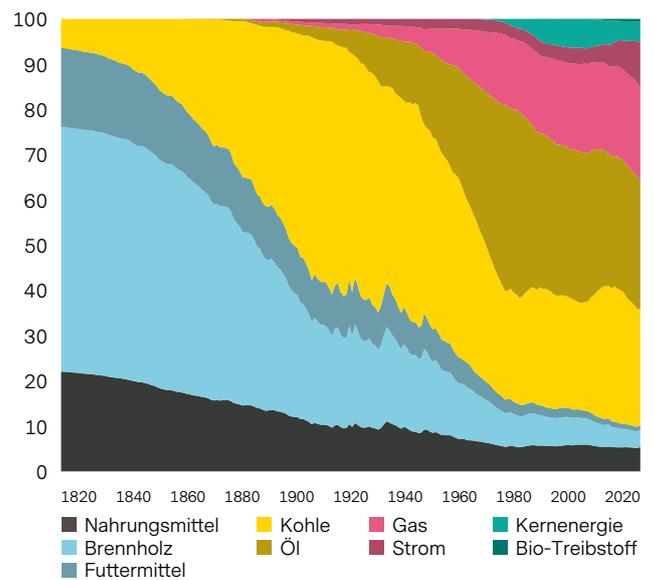
In Billionen US-Dollar



Quelle: Swiss Re Institute, «Decarbonisation tracker: progress to net zero through the lens of investment»; publiziert am 7. Oktober 2022

Grafik 2: Aus vergangenen Energiewenden lernen

Anteil Primär-Energie am Gesamt-Energieverbrauch nach Quellen



Quelle: World Energy Consumption, A Database 1820 – 2020 (2022 überarbeitet), Paolo Malanima; Grafik nachgebildet per 23.11.2023

Energiewende eröffnet Anlagechancen

Wir sind überzeugt, dass wegen der aktuellen Besorgnis um die Energiesicherheit die Energiewende eindrücklich an Dynamik gewonnen hat und nun an einem Wendepunkt steht. Der Anteil erneuerbarer Energie am weltweiten Energie-Mix stieg in den letzten Jahrzehnten markant, mit der Europäischen Union (EU), China und den USA als Zugpferden – vergleichbar mit der ausgeprägten Zunahme des Kohle-, Öl- und Erdgas-Verbrauchs aufgrund der industriellen Revolution und der Einführung des Autos (Grafik 2).

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass sich eine Energiewende rasch vollzieht, wenn die richtigen Anreize und technologischen Durchbrüche gegeben sind. Beides ist aktuell gegeben: Kohlenstoffarme Technologien sind auf dem Vormarsch und ihre Entwicklungskosten sind in den letzten 10 Jahren drastisch gesunken. Der springende Punkt sind staatliche Anreize: in den USA durch den «Inflation Reduction Act» (IRA) und das Engagement für saubere Technologien, in China durch die beschleunigte Einführung von Elektro-Fahrzeugen und einen neuen, ambitionierten Fünfjahres-Plan zur Erzeugung erneuerbarer Energie und in der EU durch den «Green Deal Industrial Plan» zur Förderung der Entwicklung von Technologien für die Erzeugung von sauberer Energie. Dass die Regierungen

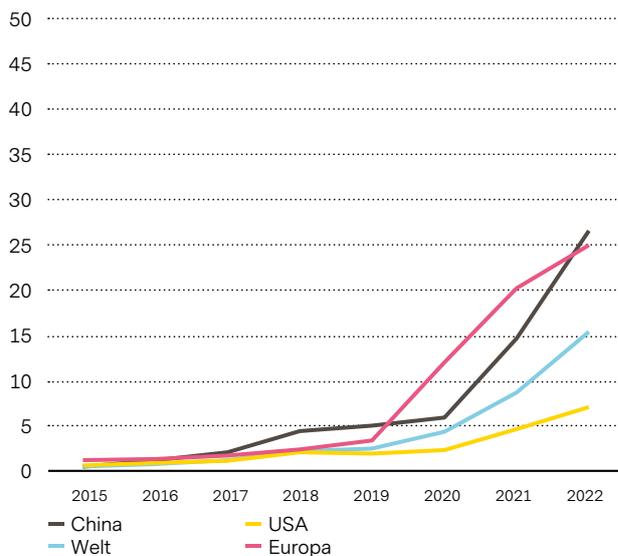
diesen Verpflichtungen letztes Jahr nachkamen, zeugt von der starken Unterstützung der Dekarbonisierung und Regulierung, um die Ziele des Pariser Abkommens zu erreichen.

Sich in der Energiewende engagieren

Aus unserer Sicht sollten Anleger ihr Engagement in der Energiewende auf drei Haupt-Pfeilern abstützen: Zeithorizont, regionaler Fokus und Themen. Der Zeitfaktor ist wichtig. Die Internationale Energie-Agentur (IEA) prognostiziert in ihrem jüngsten Ausblick, dass sich die Energiewende schneller als erwartet vollzieht, woraus Gewinner und Verlierer hervorgehen. Diese Prognosen gehen von einem hohen Grad an technologischen Neuerungen aus. Das spricht dafür, in Unternehmen zu investieren, die in der Klimatechnologie aktiv sind. Alle gemachten Zusagen für netto Null Emissionen bis 2050 stützten sich darauf, dass zum Beispiel CCS-Technologien zur CO₂-Abscheidung und -speicherung entwickelt werden, damit das Ziel erreicht werden kann. Somit bieten langfristige Investitionen in CCS attraktives Renditepotenzial. Weniger risikofreudige Investoren sollten in Erwägung ziehen, ihr Engagement in fossilen Brennstoffen gegen allfällige Wertverluste oder Abschreibungen abzusichern, die aus dem Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft

Grafik 3: Anteil Elektro-Fahrzeuge am gesamten Auto-Absatz in ausgewählten Märkten

In % des gesamten Auto-Absatzes



Quelle: MarkLines, Publikation «New EV Models Catalyze Stalled US Market» von BNEF; veröffentlicht am 6. März 2023

resultieren könnten. Sogenannte Klima-Nachzügler, also Unternehmen aus CO₂-intensiven Branchen, die bei den Klima-Kennzahlen noch hinterherhinken, sich aber intensiv der Reduktion ihrer CO₂-Emissionen widmen oder an der Entwicklung von Klima-Lösungen arbeiten, sind eine interessante Möglichkeit für Anleger, die zur Energiewende beitragende Unternehmen bevorzugen, welche reif und etabliert sind.

Was geschieht, wenn dies alles nicht genügt und zu spät erfolgt?

Kritiker argumentieren, dass all die ergriffenen Massnahmen nicht ausreichen, um die Emissionen einzudämmen, und dass der weltweite Bedarf an fossilen Brennstoffen hoch bleiben wird. Jüngste Daten zeigen, dass die Produktion von Erdöl, Erdgas und Kohle 2022 um 4% stieg und dass die Investitionen in fossile Brennstoffe ab 2022 bis 2050 um 814 Milliarden US-Dollar reduziert werden müssen, um das Pariser Abkommen erfüllen zu können. Das sind düstere Aussichten: Laut IEA müsste der Verbrauch an Öl, Erdgas und Kohle bis 2030 um mehr als 20% sinken, um bis 2050 das Netto-Null-Ziel zu erreichen. Viele befürchten auch, dass die bevorstehenden US-Präsidentenwahlen die Agenda für die Energiewende ins Wanken bringen könnten. Ein republikanischer Präsident

würde deren Umsetzung ziemlich sicher bremsen. Doch selbst in einem solchen Szenario gehen wir davon aus, dass regionale Themen auf der Agenda verbleiben werden. Unseres Erachtens dürften beispielsweise Elektro-Fahrzeuge stark nachgefragt bleiben. In China stieg ihr Anteil am gesamten Auto-Absatz seit 2020 in allen Segmenten, vom Kleinwagen bis zur Luxusklasse, deutlich. In der EU dürften bis zum Jahr 2030 schätzungsweise 65% aller verkauften Autos Elektro-Fahrzeuge sein, wie aus dem [World Energy Outlook 2023 der IAE](#) hervorgeht. Ihm ist das «Stated Policies Scenario» zu entnehmen, welches der Verbreitung von Elektro-Fahrzeugen (Grafik 3) und dem Ausbau der Lade-Infrastruktur den Weg ebnet.

Den Weg beschreiten

Die Energiewende zu bewältigen ist ein spannendes und zugleich herausforderndes Vorhaben. Anleger, die sich erfolgreich daran beteiligen möchten, sollten hierfür einen Zeithorizont festlegen und die passenden Instrumente zur Hand haben. Dazu gehören robuste staatliche Anreize und technologische Durchbrüche. Beides ist aus unserer Sicht vorhanden und dürfte dem Wandel Vorschub leisten. Die politische Agenda bestimmt dessen Fortschritt, und die Klimakonferenz COP28 könnte sein Tempo beschleunigen.

Für welchen Weg sich Anleger entscheiden, ist ihnen überlassen, aber ihn beschreiten sollten sie jetzt, damit sie ihre Anlageziele in Ruhe verfolgen können. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass es für schwierige und unsichere Zeiten keine Patent-Lösung gibt, aber dass sich dann jeweils neue Anlagemöglichkeiten eröffnen. Wir sind überzeugt, dass es jetzt an der Zeit ist, sich als Anleger in der Energiewende zu engagieren.

Sinneswandel: Anleger verwerfen weitere US-Leitzins-Anhebungen



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Aufgrund der milderer Inflation und Anzeichen, dass die US-Wirtschaft langsamer wächst, setzen Anleger wieder vermehrt auf Anleihen. Die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen gaben innerhalb eines Monats um über 50 Basispunkte nach. Im September preisten die Fed Funds Futures eine Wahrscheinlichkeit von 60% ein, dass der US-Leitzins nochmals angehoben wird. Inzwischen nehmen sie keine Erhöhungen mehr vorweg, sondern eine Leitzins-Senkung bis Mitte 2024 (Grafik 1).

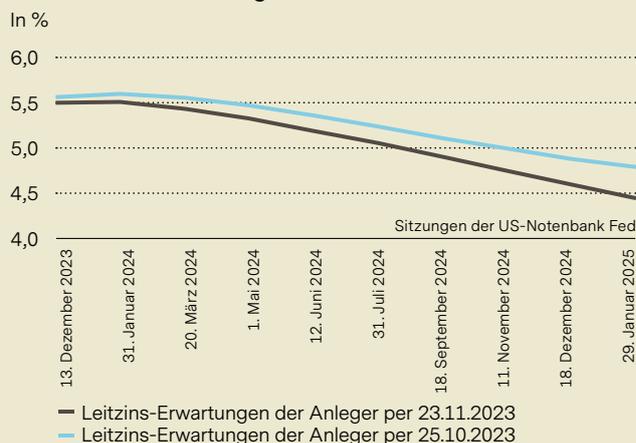
In Anbetracht des Tempos und des Ausmasses der Leitzins-Anhebungen während der ausgeprägtesten geldpolitischen Straffung seit mehr als vier Jahrzehnten bewies die US-Wirtschaft eindruckliche Widerstandskraft. Gemäss dem erwarteten Muster drosselte die straffere Geldpolitik die Aufnahme von Privatkrediten, das Wirtschaftswachstum hingegen blieb bislang ausserordentlich robust. Diese Konjunkturresistenz und die begrenzte Wahrscheinlichkeit, dass die US-Notenbank Fed ihre Geldpolitik weiter strafft, wiegt die Anleger im Glauben, die Gefahr sei gebannt. Doch während sich Optimismus über eine womöglich abgewendete Rezession breit macht, zeigt der Conference Board Leading Economic Index weiterhin nach unten – dies nun seit 19 Monaten. Vergleichbar

lange abwärtsgerichtet blieb er nur während der Stagflationskrise Mitte der 1970er Jahre und der globalen Finanzkrise von 2008. Wenn der Indikator in der Vergangenheit jeweils so lang und deutlich sank, war dies jedes Mal der Vorbote einer Rezession. Nach dem starken Anstieg der Anleihenrenditen vom Oktober könnte der laufende Leitzins-Anhebungszyklus seinen Höhepunkt erreicht haben. Die jüngsten Daten deuten an, dass die Fed pausieren und 2024 zur Senkung ihres Leitzinses übergehen könnte. Dafür gibt es wie immer keine Garantie, aber die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass wir auf dem Gipfel angelangt sind. Damit ist der Weg frei für künftige Leitzins-Senkungen. In der Vergangenheit fielen im Vorfeld von solchen die Anleihenrenditen jeweils.

Geldpolitik und Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen im Auge behalten

Wir raten Anleihen-Anlegern, die schlechter werdenden Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen und die straffe Geldpolitik im Auge zu behalten. Aktuell machen die Renditeaufschläge von hochverzinslichen US-Unternehmensanleihen 43% der Gesamtrendite von US-Unternehmensanleihen aus – so wenig wie zuletzt 2007 (Grafik 2). Laut der Rating-Agentur Moody's beträgt die Ausfallquote bei US-Hochzinsanleihen über 5%. So hoch war sie zuletzt in der ersten Jahreshälfte 2021, als die Unternehmensanleihen-Märkte eine Welle pandemiebedingter Zahlungsausfälle hinter sich hatten. Die steigende Zahl von Ausfällen ist Ausdruck davon, dass die hohen Kapitalbeschaffungskosten die Unternehmensanleihen-Märkte inzwischen stärker belasten und sich die Konjunktur abschwächt.

Grafik 1: Anleger verwerfen ihre Erwartung weiterer Fed-Leitzins-Erhöhungen



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 24.11.2023

Grafik 2: Renditeaufschläge von US-Hochzins-Anleihen gering in Anbetracht ihres Anteils an der Gesamtrendite



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 24.11.2023

Wie jeden November



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Der November – in der Regel der beste Monat für Aktien – hat auch dieses Jahr die Erwartungen erfüllt. Der Aktienmarkt drehte nicht nur seine negative Wertentwicklung vom Oktober ins Positive, sondern verzeichnete sogar die beste Monatsrendite seit dem Durchbruch des Impfstoffs gegen Covid-19 Ende 2020 (Grafik 1). Zu schön, um wahr zu sein? Wir denken nicht.

Zwei der drei makroökonomischen Hauptfaktoren, welche das Marktumfeld bisher massgeblich bestimmten, scheinen nun überwunden zu sein. Erstens erreichte die Inflation in den USA vor mehr als 12 Monaten ihren Höhepunkt, was inzwischen auch in anderen Industrieländern der Fall ist. Zweitens sieht es danach aus, dass die Zentralbanken am Ende ihres Zinserhöhungszyklus angelangt sind. In der Vergangenheit gab beides dem Aktienmarkt jeweils positive Impulse für das Jahr danach (Grafik 2).

Der dritte, noch zu überwindende Faktor ist die Rezession. Die USA nähern sich ihr aufgrund eines sehr untypischen Konjunkturzyklus verzögert. Doch inwieweit nehmen die Anleger eine Rezession vorweg? Und wie einschneidend wäre eine solche?

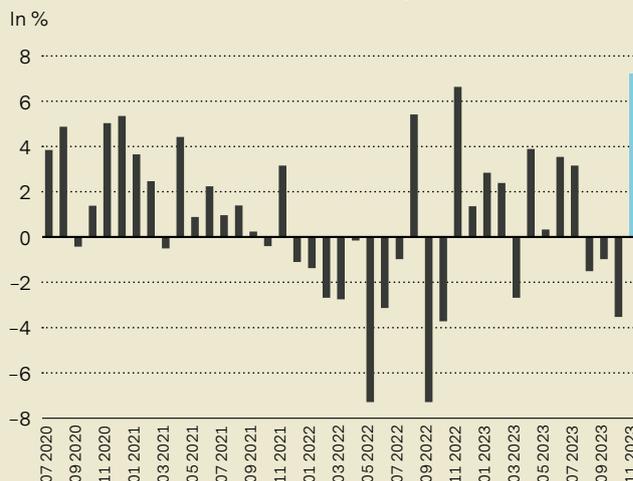
Bei genauerer Betrachtung der absoluten Performance des MSCI ACWI Net Total Return Index seit Jahresbeginn stellt sich heraus, dass seine Monatsgewinne im mittleren bis unteren zweistelligen Bereich von wenigen Sektoren (Technologie, Kommunikationsdienste, zyklische Konsumgüter) getragen wurden, beigesteuert von Unternehmen mit gemeinsamen Merkmalen wie Qualität, Liquiditätsüberschuss, wenig Fremdkapital und grosse Marktkapitalisierung. Unter Ausschluss dieser Sektoren war die Wertentwicklung bestenfalls unverändert.

Was ist für 2024 zu erwarten?

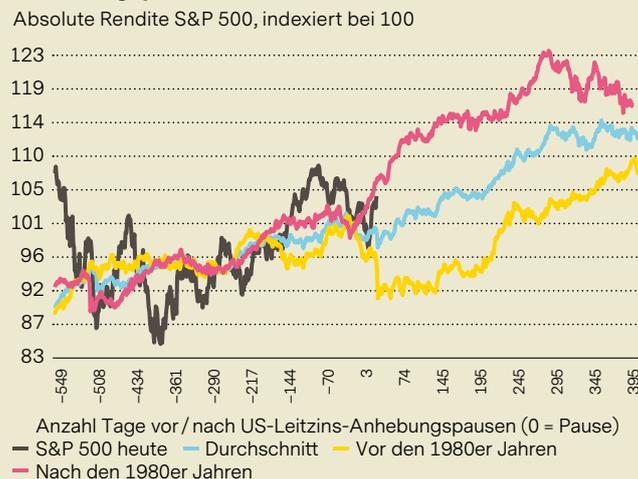
Die gute Nachricht ist, dass die Wachstumsprognosen für die Gewinne pro Aktie (EPS) in letzter Zeit sanken – dies lässt Raum für positive Überraschungen. Die Bewertungs-Vielfache liegen nach wie vor unter den 2021 erreichten Höchstständen, vielleicht weil sie die Aussicht auf eine Konjunkturverlangsamung bereits einpreisen. Das erwartete EPS-Wachstum 2024–2025 mag hoch erscheinen, was aber wenig überrascht in Anbetracht der Bedeutung, des Beitrags und der Berechenbarkeit der grossen, dominanten Sektoren.

Vor diesem Hintergrund halten wir unsere taktische Aktien-Allokation regional diversifiziert und bevorzugen weiterhin Qualität, hohe Profitabilität und Gewinnvisibilität – Merkmale, welche auf die Mehrheit der Schweizer und US-Unternehmen zutreffen. Gleichzeitig haben wir nach wie vor ein wachsames Auge auf eine mögliche Änderung der Geldpolitik. Sie könnte uns zu Umschichtungen in andere Anlagestile und Sektoren veranlassen. Weitere Details finden Sie auf Seite 5.

Grafik 1: Monatsperformance des MSCI ACWI Net Total Return Index (in US-Dollar)



Grafik 2: Aktienmarkt rund um US-Leitzins-Anhebungspausen der letzten 60 Jahre



Echtes Gold resistenter als «schwarzes Gold»



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Im November erlebten die Ölmärkte einen empfindlichen Ausverkauf. Dabei bewies das echte Gold mehr Widerstandskraft als das «schwarze Gold».

Der Öl-Preis sackte Mitte November auf ein Vier-Monate-Tief von 72,16 US-Dollar pro Barrel ab und verlor damit rund 20% gegenüber seinem September-Hoch. Für viele Anleger schien der Israel-Hamas-Konflikt aufgrund seiner regionalen Begrenzung in den Hintergrund zu rücken – und damit auch ihre Angst vor einem möglichen Öl-Schock. Neu galt ihr Augenmerk der rekordhohen Öl-Produktion der USA, deren steigenden Öl-Lagerbeständen und gemischt ausfallenden Wirtschaftsdaten sowie der nachlassenden Raffinerie-Tätigkeit Chinas. Zudem hegen die Investoren ihre Zweifel, ob die von der Organisation erdölexportierender Länder und ihrer Verbündeten (OPEC+) Ende November angekündigte, freiwillige Reduktion der Öl-Fördermenge vollumfänglich umgesetzt wird. Angola lehnte bereits ab.

Das echte Gold hingegen konnte seine Oktober-Wertgewinne verteidigen. Ende November knackte sein Preis sogar kurzzeitig die psychologisch wichtige Marke von 2000 US-Dollar pro Unze. Dies dürfte auf eine Reihe von schwächer als erwartet ausgefallenen US-Wirtschaftsdaten und die abnehmende US-Inflation zurückzuführen sein, was die Hoffnungen auf eine erste Zinssenkung der US-Notenbank Fed in der ersten Jahreshälfte 2024 beflügelte. In der Vergangenheit wirkte das Ende eines Fed-Straffungszyklus und alles, was damit einhergeht (sinkende Realrenditen und ein schwächerer US-Dollar), oft als positiver Katalysator für Gold (Grafik 1). Auch die Nachfrage nach physischem Gold blieb solid. Die Schweiz, ein wichtiger Gold-Umschlagplatz, exportierte im Oktober über 150 Tonnen davon – das höchste Niveau seit Mai. Davon flossen beachtliche rund 49 Tonnen (60% mehr als im Vorjahr) nach Indien, wo von Oktober bis November jeweils eine Reihe von Festen stattfinden, bei denen Goldgeschenke beliebt sind.

Längerfristigen Rückenwind verleihen dem Gold die Zentralbanken. Waren diese nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems drei Jahrzehnte lang Netto-Verkäufer von Gold, begannen sie nach der globalen Finanzkrise ihre Goldreserven wieder aufzustocken. Dieser Trend verstärkte sich in den letzten Jahren, besonders nach dem Einfrieren russischer Zentralbank-Reserven durch westliche Länder. Laut dem World Gold Council sehen derzeit rund ein Viertel der globalen Zentralbanken vor, ihre Goldreserven 2024 zu erhöhen (Grafik 2).

Grafik 1: Gold profitiert in der Regel, wenn US-Fed ihren Leitzins-Straffungszyklus beendet

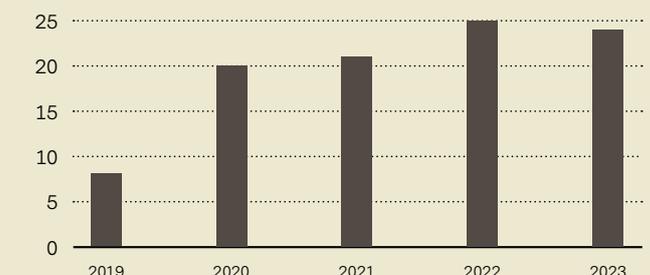
In US-Dollar pro Unze



Quelle: LSEG, Vontobel; Daten per 23.11.2023

Grafik 2: Knapp ein Viertel der Zentralbanken sehen vor, ihre Goldreserven nächstes Jahr zu erhöhen

In %



Quelle: «2023 Central Bank Gold Reserves Survey», jährliche Umfrage des World Gold Council, Vontobel

US-Dollar-Anstieg verliert an Fahrt – naht der Wendepunkt?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Die Aufwärtsdynamik des US-Dollar scheint nachzulassen und ein Richtungswechsel könnte bevorstehen (Grafik 1). Auf die Marktstimmung drücken geringere Renditen in den USA und sich abzeichnende Schwächen in der grössten Volkswirtschaft der Welt. Diese spürt die Folgen der geldpolitischen Straffung durch die US-Notenbank Fed zusehends. Gleichzeitig erhält sie weniger fiskalische Unterstützung als zuvor. Beides zusammen macht den US-Dollar kurzfristig anfällig.

Im vergangenen Monat legte der Euro aufgrund geopolitischer Faktoren gegenüber den meisten G10-Währungen zu, mit der nennenswerten Ausnahme des Schweizer Frankens. Interessanterweise stieg der Euro, obschon es an Nachrichten mangelte, die ihn besonders begünstigt hätten. Seine Widerstandskraft könnte darauf zurückzuführen sein, dass eine Wirtschaftsverlangsamung bereits eingepreist war und Anleger vermehrt auf den bevorstehenden Abschwung der US-Wirtschaft spekulierten. Beides zusammen stützte das Währungspaar Euro-Dollar und stärker noch den Euro. Dessen wichtigste Triebkräfte sind weiterhin der mittelfristige geldpolitische Kurs der Fed und vor allem, wie die Anleger diesen einschätzen. Dies dürfte unserer Meinung nach bis ins nächste Jahr so bleiben.

Wer auf das Euro-Dollar-Währungspaar setzt, sollte vor allem Dollar-seitig nach kurzfristigen Chancen Ausschau halten. Die sich zusehends abzeichnende Konjunkturabschwächung in den USA könnte die Diskussionen über eine mögliche Leitzins-Senkung durch die Fed wieder anheizen – eine solche wäre dem Euro-Dollar-Paar zuträglich. So sehen wir die Entwicklung, bevor das Jahr zu Ende geht. Sie dürfte sich ins kommende Jahr weiterziehen.

Schweizer Franken vermehrt gefragt als sicherer Hafen
Von den G10-Währungen sticht dieses Jahr der Schweizer Franken als Gewinner hervor mit einem Anstieg von rund 4,5% gegenüber dem US-Dollar, gemessen am Spot-Wechselkurs (Grafik 2). Die Schweizerische Nationalbank (SNB) scheint es vorzuziehen, die Inflation mit einem starken Franken zu bekämpfen, statt mit einer Anhebung ihres Leitzinses auf über 1,75%. Im Vorfeld der für den 14. Dezember anberaumten letzten SNB-Sitzung für dieses Jahr erwarten die Anleger tendenziell keine weitere Leitzins-Anhebung mehr und gehen von Senkungen im nächsten Jahr aus, einer ersten solchen im September 2024.

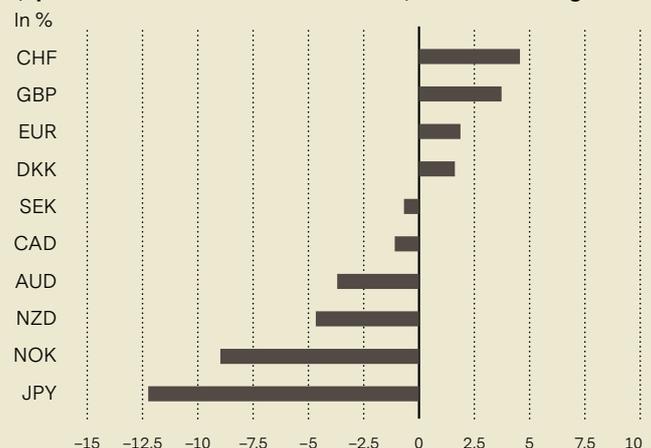
Wenn die Inflation in der Schweiz nicht wieder aufflammt, dürfte der Franken mittelfristig leicht nachgeben. Kurzfristig dürfte er jedoch sehr gefragt bleiben mit Blick auf die anhaltende geopolitische Unsicherheit und angesichts der Tatsache, dass sich die Anleger über die Fundamentaldaten hinaus vermehrt von Risikofaktoren leiten lassen.

Grafik 1: US-Dollar am Scheideweg: steht Richtungswechsel bevor?



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 24.11.2023

Grafik 2: Rendite der G-10-Währungen (Spot-Wechselkurse zum US-Dollar) seit Jahresbeginn



Quelle: Bloomberg, Vontobel; Daten per 24.11.2023

Konjunktur und Finanzmärkte 2021 – 2024

Die folgende Liste zeigt für Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartung, Notenbankzinsen, zehnjährige Staatsanleihen, Wechselkurse und Rohstoffe die effektiven Werte, Wechselkurse und Preise für die Jahre 2021 und 2022 sowie die Konsens-Prognosen für die Jahre 2023 und 2024.

BIP (IN %)	2021	2022	AKTUELL¹	KONSENS 2023	KONSENS 2024
Global (G20)	5,6	2,6	3,5	2,6	2,1
Eurozone	5,3	3,5	0,1	0,5	0,7
USA	5,9	2,1	2,9	2,3	1,0
Japan	2,3	1,1	1,2	1,7	1,0
Grossbritannien	8,5	4,0	0,6	0,5	0,4
Schweiz	4,3	2,0	0,6	0,8	1,1
Australien	5,3	3,6	2,1	1,8	1,5
China	8,4	3,0	4,9	5,2	4,5

INFLATION	2021	2022	AKTUELL²	KONSENS 2023	KONSENS 2024
Global (G20)	3,5	7,3	4,1	5,5	4,7
Eurozone	2,6	8,4	2,9	5,6	2,7
USA	4,7	8,0	3,2	4,2	2,7
Japan	-0,3	2,5	3,0	3,2	2,2
Grossbritannien	2,6	9,1	4,6	7,4	3,1
Schweiz	0,6	2,9	1,7	2,2	1,6
Australien	2,9	6,6	5,4	5,6	3,4
China	0,9	2,0	-0,2	0,4	1,7

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	-0,50	2,00	4,00	3,96	3,20
USD	0,25	4,50	5,50	5,50	4,45
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,03
GBP	0,25	3,50	5,25	5,25	4,50
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,75	1,54
AUD	0,10	3,10	4,35	4,35	3,80
CNY	3,80	3,65	4,35	4,25	4,25

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	-0,2	2,6	2,62	2,56	2,39
USD	1,5	3,9	4,40	4,31	3,74
JPY	0,1	0,4	0,73	0,95	1,03
GBP	1,0	3,7	4,25	4,28	3,86
CHF	-0,1	1,6	1,02	1,25	1,28
AUD	1,7	4,1	4,48	4,25	3,85

WECHSELKURSE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
CHF je EUR	1,04	0,99	0,96	0,97	1,00
CHF je USD	0,91	0,94	0,88	0,90	0,90
CHF je 100 JPY	0,79	0,72	0,59	0,62	0,66
CHF je GBP	1,23	1,12	1,11	1,11	1,13
USD je EUR	1,14	1,06	1,09	1,07	1,11
JPY je USD	115,00	130,00	150,00	145,00	136,00
USD je AUD	0,73	0,67	0,66	0,66	0,70
GBP je EUR	0,84	0,88	0,87	0,88	0,88
CNY je USD	6,37	6,91	7,15	7,23	7,00

ROHSTOFFE	2021	2022	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	79	86	81	88,75	89
Gold, USD je Feinunze	1829	1824	1991	1950	1970
Kupfer, USD je Tonne	9720	8372	8354	8500	9000

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 23. November 2023

Offenlegungen und Disclaimer

1. Analystenbestätigung

Die in dieser Vontobel-Publikation enthaltene Finanzanalyse wurde von der für die Finanzanalyse zuständigen Organisationseinheit (Sparten Group Investment Strategy, Global Equity Research und Global Trend Research, Buy-Side-Analyse) der Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zürich, Telefon +41 58 283 71 11 erstellt (vontobel.com) oder Vontobel Asset Management AG, Genferstrasse 27, CH-8022 Zürich, Tel +41 (0)58 283 71 50 (www.vontobel.com/am). Die Bank Vontobel AG steht unter der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA, Einsteinstrasse 2, 3003 Bern (finma.ch/d/). Die auf Seite 2 der Studie angeführten Autoren bestätigen, dass diese Studie ihre Meinung zu den analysierten Finanzinstrumenten und Emittenten vollständig und präzise wiedergibt und dass sie weder direkt noch indirekt eine Vergütung für die von ihnen in dieser Finanzanalyse vertretenen spezifischen Beurteilungen oder Meinungen erhalten haben. Die Vergütung der Autoren dieser Finanzanalyse hängt nicht direkt vom zwischen Vontobel und dem analysierten Emittenten generierten Investment-Banking-Geschäftsvolumen ab. Die Autoren dieser Finanzanalyse besitzen keine Beteiligungrechte an den analysierten Gesellschaften. Die Finanzanalyse ist den analysierten Emittenten vor der Weitergabe oder Veröffentlichung nicht zugänglich gemacht worden. Einzelne separate Beiträge enthalten keine direkte oder indirekte Bezugnahme auf konkrete Finanzinstrumente oder Emittenten und stellen keine Finanzanalyse dar. Solche Beiträge können daher auch von Autoren ausserhalb der für Finanzanalyse zuständigen Bereiche erstellt worden sein. Letztere sind von den für die Finanzanalyse geltenden Restriktionen und somit auch von der vorstehenden Bestätigung nicht umfasst und entsprechend nicht unter den auf Seite 2 dieser Unterlage aufgeführten Finanzanalysten genannt.

Der «Investors' Outlook» enthält regelmässig auch Informationen zu hauseigenen Fondsprodukten der Vontobel. Dem insoweit bestehenden Risiko eines Interessenkonflikts aufgrund bestehender wirtschaftlicher Interessen trägt die Bank dadurch Rechnung, dass die Auswahl der jeweils dargestellten Eigenprodukte durch die von den Sales-Bereichen der Bank unabhängige, organisatorisch und informativ getrennte und durch Compliance überwachte Einheit AM/ GIS MACI/ Funds Research and Investments auf Basis des Best-in-Class-Prinzips erfolgt. Bei den in dieser Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich um die an dem jeweils genannten Stichtag letzten verfügbaren Schlusskurse. Eventuelle Abweichungen von dieser Regel werden jeweils offengelegt. Die der Unternehmensbewertung zu Grunde liegenden Zahlen beziehungsweise Berechnungen basieren auf den von den analysierten Emittenten veröffentlichten Finanzinformationen, insbesondere der Gewinn- und Verlustrechnung, der Kapitalflussrechnung und der Bilanz. Als externe Informationen ist die Verlässlichkeit mit entsprechenden Risiken behaftet, für die die Bank Vontobel AG keine Gewähr übernimmt. Die für die Analyse durchgeführten Berechnungen und Schätzungen können sich bei Änderungen in der Bewertungsmethodik und/oder Zugrundelegung anderer, abweichender Modelle, Annahmen, Interpretationen und/oder Schätzungen jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmethoden schliesst das Risiko nicht aus, dass «Fair Values» innerhalb des erwarteten Prognosezeitraumes nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhergesehene Änderungen können sich zum Beispiel aus einem möglichen Wettbewerbsdruck, aus Nachfrageänderungen bei den Produkten eines Emittenten, aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunktureller Aktivität, aus Wechselkurschwankungen oder auch aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Ebenso können regulatorische oder steuerrechtliche Änderungen unvorhersehbare und gravierende Auswirkungen haben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Weitergehende Ausführungen/Informationen zu den methodischen Ansätzen unserer Finanzanalyse sowie des Ratingsystems finden Sie unter vontobel.com/CH/DE/Unternehmen-institutionen-research.

Bewertungsgrundlagen und -methoden

Die Vontobel-Finanzanalysten wenden eine Vielzahl von Bewertungsmethoden (zum Beispiel das DCF- und das EVA-Modell, die «Sum of the parts»-Analyse, die «Break up»- und «Event related»-Analyse oder Kennzahlenvergleiche von Peer-Gruppen und Markt) an, um für die von ihnen betreuten Unternehmen ihre eigenen Finanzprognosen zu erstellen.

2. Disclaimer und Quellenangabe

Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die diesem Papier zugrunde liegenden Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Papier enthaltenen Informationen keine Gewähr übernommen werden. Diese Researchberichte in dieser Publikation dienen einzig Informationszwecken und enthalten weder ein Angebot noch eine Kauf-, Verkaufs- oder Zeichnungsaufforderung noch stellen sie eine Investment-Beratung oder eine Beratung über steuerliche Konsequenzen dar. Die Research-Berichte in dieser Publikation wurden ohne Rücksicht auf die individuellen finanziellen Rahmenbedingungen der Empfänger entworfen. Die Erstellerin behält sich vor, jede in dieser Publikation geäußerte Meinung jederzeit zu ändern und/oder zu widerrufen. Die Erstellerin weist zudem darauf hin, dass Aussagen aus den Research-Berichten in dieser Publikation keinesfalls als Beratung bezüglich allfälliger Steuer-, Rechnungslegungs-, Rechts- oder Investitionsfragen verstanden werden dürfen. Die Erstellerin übernimmt weder eine Gewähr dafür, dass die in den Research-Berichten dieser Publikation diskutierten Finanzinstrumente den Empfängern zugänglich sind, noch dass sie für die Empfänger geeignet sind. Empfängern dieser Publikation wird empfohlen, sich vor einem allfälligen Investitionsentscheid von einem Vermögensverwalter, Anlageberater oder einem entsprechenden anderen Berater hinsichtlich der Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, juristischer, regulatorischer, steuerlicher und anderer Konsequenzen beraten zu lassen. Die Erstellerin betrachtet allfällige Empfänger dieses Reports, soweit nicht zusätzliche Geschäfts- oder Vertragsbeziehungen vorliegen, nicht als Kunden. Jede Verwendung, insbesondere der ganze oder teilweise Nachdruck oder die Weitergabe an Dritte, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der Bank Vontobel AG und nur mit vollständiger Quellenangabe gestattet. Bank Vontobel AG hat interne organisatorische Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen bzw. diese falls vorhanden und unvermeidlich, offenzulegen. Weitergehende Informationen, insbesondere bezüglich des Umgangs mit Interessenkonflikten und der Wahrung der Unabhängigkeit der Finanzanalyseabteilung, sowie weitere Offenlegungen betreffend Finanzanalyse-Empfehlungen der Bank Vontobel AG finden Sie unter vontobel.com/CH/DE/MiFID-Schweiz. Einzelheiten dazu, wie wir mit Ihren Daten umgehen, finden Sie in unserer aktuellen Datenschutzrichtlinie (vontobel.com/privacy-policy) sowie auf unserer Website zum Datenschutz (vontobel.com/gdpr). Diese Publikation entspricht Marketingmaterial gemäss Art. 68 des Schweizer FIDLEG und dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Sofern Sie keinen weiteren Investors' Outlook von uns erhalten möchten, wenden Sie sich bitte an folgende Email Adresse wealthmanagement@vontobel.com.

18 Rechtliche Hinweise

3. Länderspezifische Richtlinien und Informationen

Die Verbreitung und Veröffentlichung dieses Dokumentes sowie die darin beschriebenen Anlagen können in gewissen Rechtsordnungen aufgrund der lokalen Gesetze und Vorschriften Beschränkungen unterworfen sein. Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in Ländern verbreitet werden, in denen die Erstellerin oder die Distributorin über die entsprechenden Lizenzen verfügt. Ist in diesem Dokument nichts Gegenteiliges erwähnt, kann bezüglich eines spezifischen Landes nicht davon ausgegangen werden, dass die Erstellerin oder Distributorin über entsprechende Lizenzen verfügt. Bitte beachten Sie die nachfolgenden länderspezifischen Angaben, welche strikte einzuhalten sind. Mit Ausnahme der nachfolgenden speziellen Distributionswege gelten diese Research-Berichte in dieser Publikation als von der auf der Umschlagseite bezeichneten Gesellschaft verteilt.

Informationen für Kunden aus Deutschland

Für die Weitergabe der Finanzanalyse ist die Bank Vontobel Europe AG, Alter Hof 5, D-80331 München verantwortlich. Sie verfügt über die erforderliche Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn, und unterliegt deren Aufsicht. Die Mitarbeiter von Vontobel, die für die Weitergabe von Finanzanalysen verantwortlich sind, unterliegen den jeweils geltenden gesetzlich und aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Compliance-Regelungen. Insbesondere wurden Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ergriffen (zum Beispiel die Kontrolle des Informationsaustausches mit anderen Mitarbeitern, Unabhängigkeit der Vergütung der betroffenen Mitarbeiter, Verhinderung von Einflussnahme auf diese Mitarbeiter, Einhaltung der Vorgaben für Mitarbeitergeschäfte etc.). Die Einhaltung der jeweiligen Compliance-Regelungen und Organisationsanweisungen wird von Compliance-Stellen überwacht.

Additional information for US institutional clients

In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as major US institutional investors under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 38th Floor, New York, NY 10036, Tel 1 212 792 5820, Fax 1 212 792 5832, e-mail: vonsec@vusa.com. Vontobel Securities Inc. New York, with headquarters at Vontobel Securities AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, Tel +41 58 283 76 17, Fax +41 58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the National Association of Securities Dealers. Bank Vontobel Zurich is a foreign broker dealer which is not delivering services into the USA except for those allowed under the exemption of SEC Rule 15a-6.

Additional information for UK clients

Bank Vontobel AG is a company limited by shares with a Swiss Banking license which has no permanent place of business in the UK and which is not regulated under the Financial Services and Markets Act 2000. The protections provided by the UK regulatory system will not be applicable to the recipients of any information or documentation provided by Bank Vontobel AG and compensation under the Financial Services Compensation Scheme will not be available. Past performance is not indicative of future performance. The price of securities may go down as well as up and as a result investors may not get back the amount originally invested. Changes in the exchange rates may cause the value of investments to go down or up. Any literature, documentation or information provided is directed solely at persons we reasonably believe to be investment professionals. All such communications and the activity to which they relate are available only to such investment professionals; any activity arising from such communications will only be engaged in with investment professionals. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon such communications. Any contact with analysts, brokers or other employees of Bank Vontobel AG must be conducted with Bank Vontobel AG directly and not through offices or employees of Vontobel affiliates in London/UK.

Information for Italian investors

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

