

100 years | Empowering
Investors

Vontobel

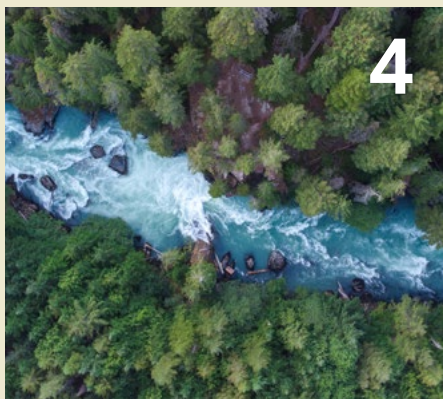
Investors' Outlook

Der Wind dreht



Dezember 2024 / Januar 2025

2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Durch politische Stromschnellen

6 Markt-Highlights

Zeit für einen Blick zurück – und nach vorn

10 Anlageklassen im Fokus

14 Prognosen

17 Referenzen

Glossar und Quellen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

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

Autoren

Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head Multi Asset,
Chief Investment Officer,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe 30. Januar 2025)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

4. Dezember 2024

Bemerkungen

Siehe «Rechtliche Hinweise» auf Seite 15

Der Wind dreht



—
Dan Scott
 Head Multi Asset,
 Chief Investment Officer,
 Vontobel

Geschätzte Leserschaft

Das amerikanische Volk hat gesprochen, und die Stimmung an den Märkten nach der Wahl von Donald Trump zum Präsidenten hat den Rahmen für einen dynamischen Wirtschaftsausblick für das Jahr 2025 geschaffen. Der entscheidende «Red Sweep»¹ lässt Deregulierung und Steuerensenkungen erwarten – Massnahmen, die traditionell günstig für Unternehmen sind. Diese politischen Veränderungen in der grössten Volkswirtschaft der Welt fallen mit einer Welle von Konjunkturmassnahmen in der zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt zusammen. In ihrem Bestreben, das Binnenwachstum anzukurbeln, sorgen die USA und China für eine Dynamik, als deren Resultat wir ein globales «Risk-on»²-Marktumfeld voraussehen.

Zusätzlich zur Unterstützung durch politische Entscheidungsträger auf der ganzen Welt haben Tech-Giganten in diesem Jahr mehr als 200 Milliarden US-Dollar in die künstliche Intelligenz (KI) gesteckt, und Führungskräfte deuten an, dass sich diese Investitionswelle im nächsten Jahr fortsetzen und sogar noch beschleunigen könnte³. Allein diese Investitionsprogramme, die in ihrer Grössenordnung an das Apollo-Raumfahrtprogramm erinnern⁴, dürften die Wirtschaft in Schwung bringen.

Gleichzeitig sind die potenziellen Auswirkungen von Zöllen auf die Handelspartner der USA für die Anleger zu einer wachsenden Sorge geworden – insbesondere im Hinblick auf ihren Einfluss auf die Preise und die Konsequenzen für den Lockerungszyklus der US-Notenbank Fed. Während Zölle häufig als inflationär angesehen werden, sind sie von Natur aus deflationär. Indem durch sie die Kosten steigen, wird die Nachfrage gedämpft – ähnlich wie hohe Ölpreise die Fahrgewohnheiten beeinflussen.

→ Webcast

Um unseren Webcast zu den neuesten Marktentwicklungen zu sehen, klicken Sie bitte [hier](#).

Als Reaktion darauf dürften multinationale Unternehmen der inländischen Produktion in den USA Vorrang einräumen, um Zollrisiken zu minimieren und einen reibungsloseren Betrieb in einem politisch aufgeladenen Handelsumfeld zu gewährleisten. Viele Unternehmen haben solche strategischen Anpassungen bereits vorgenommen – ein Überbleibsel aus früheren Zollrunden, bei denen die globalen Lieferketten neu bewertet werden mussten. Dieser Trend dürfte mehr Kapital in die US-Wirtschaft fliessen lassen.

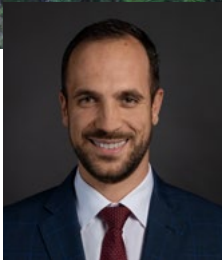
Die Zentralbanken werden unserer Meinung nach die Zinssätze weiter senken, wenn auch in einem gemässigeren Tempo. Einige politische Massnahmen dürften allerdings Inflationsdruck ausüben, wie z. B. die Konjunkturprogramme und die Verknappung des Arbeitskräfteangebots infolge einer strengeren Einwanderungspolitik. Dies sind die ausschlaggebenden Aspekte der makroökonomischen Lage im nächsten Jahr, wobei Konjunkturprogramme, Unternehmensstrategien und politische Veränderungen das Jahr 2025 prägen werden.

In China haben die Entscheidungsträger ebenfalls über weitere Stimulus-Massnahmen diskutiert. Nach einer Reihe von Zinssenkungen im Oktober hielt die Volksbank von China (PBoC) ihre Leitzinsen im November stabil. Wir glauben, dass Peking wahrscheinlich die Auswirkungen der bestehenden Stimulus-Massnahmen bewerten wird, bevor es weitere Unterstützung bereitstellt.

Dieser Investors' Outlook enthält die Details unseres Ausblicks für das kommende Jahr, unsere Einschätzung der Aktienmärkte sowie die Änderungen in unserer Vermögensallokation.

Das Fundament für ein neues Kapitel ist gelegt. Wir sind bereit für das, was als nächstes kommt.

¹ Siehe «Glossar und Quellen» auf Seite 17



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Durch politische Stromschnellen

Der November hat die unheimliche Fähigkeit des Marktes unter Beweis gestellt, Ergebnisse zu antizipieren. Deutlich vor dem US-Wahltag stiegen die Aktienkurse, während die Anleihenkurse sanken. Nach der Wahl stiegen dann die Aktienmärkte in Erwartung eines höheren Wachstums und einer geringeren Regulierung auf Rekordhöhen. Der Sieg der Republikaner sowohl im Senat als auch im Repräsentantenhaus («Red Sweep») stärkt Donald Trumps Position bei der Durchsetzung seiner wachstums- und wirtschaftsfreundlichen Agenda.

Da die Unsicherheit der Wahlen nun hinter uns liegt, verfügen Unternehmen und Investoren gleichermaßen über mehr Klarheit, um voranzuplanen. Unser Ausblick für 2025 basiert auf drei Kernannahmen: eine Verbesserung des Wirtschaftswachstums, ein geringes Risiko einer zweiten Inflationswelle und eine weitere Normalisierung der Geldpolitik.

Auf der anderen Seite des grossen Teichs zeigt sich in Europa derweil ein gegensätzliches Bild. In Deutschland zerbrach die Koalitionsregierung von Bundeskanzler Olaf Scholz an wirtschaftspolitischen Streitigkeiten. Scholz plant, im Dezember die Vertrauensfrage zu stellen, und wenn ihm die parlamentarische Unterstützung versagt bleibt, könnten Anfang 2025 Neuwahlen stattfinden.

Im Anschluss an die US-Wahlen hielt unser Investment Committee eine Ad-hoc-Sitzung ab, in der wir unsere Übergewichtung in Staatsanleihen aufgrund der klareren Wirtschaftsaussichten und des geringeren Absicherungsbedarfs nach den Wahlen verringerten. Ferner kehrten wir zu einer übergewichteten Position in Aktien zurück, wobei wir insbesondere US-Aktien bevorzugten, die von Trumps «America First»-Politik⁵ profitieren dürften. Auf unserer turnusmässigen Sitzung zehn Tage später nahmen wir weitere Anpassungen vor und stufen Hochzinsanleihen von untergewichtet⁶ auf neutral hoch, worin sich die verbesserten Wachstumsaussichten und die soliden Fundamentaldaten der Unternehmen widerspiegeln. Im Gegenzug nahmen wir Gewinne aus unserer Übergewichtung in Gold mit, wo wir auf neutral umstellten. Trumps wachstumsfreundliche Politik könnte zu unerwartet hohen Zinsen der US-Notenbank Fed und einem stärkeren US-Dollar führen – beides Faktoren, die normalerweise den Goldpreis belasten.

Auf Seite 5 finden Sie Einzelheiten zu unserer Asset Allocation und auf Seite 6 mehr Details zu unserem Ausblick für 2025.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquidität			→			Wir bleiben für Liquidität neutral, sind aber weiter bereit, diese einzusetzen, falls sich Gelegenheiten ergeben.
2 Anleihen		→				An einer Ad-hoc-Sitzung im Anschluss an die US-Wahlen haben wir angesichts der verbesserten Konjunkturaussichten und eines geringeren Absicherungsbedarfs unsere Übergewichtung in Staatsanleihen verringert. Aufgrund unseres verbesserten Wachstumsausblicks und der robusten Fundamentaldaten der Unternehmen haben wir Hochzinsanleihen von untergewichtet auf neutral hochgestuft. Für Schwellenländeranleihen bleiben wir nach unserer jüngsten Herabstufung neutral, da deren Spreads unseres Erachtens weniger attraktiv sind und sich der US-Dollar nicht vor Ende 2025 abschwächen dürfte. Ausserdem bleiben wir für Investment-Grade-Anleihen (IG) negativ, was zum Teil an den historisch niedrigen Renditeaufschlägen gegenüber Staatsanleihen liegt und zum Teil daran, dass Anleihen mit hohem Durationsengagement (wie etwa IG-Anleihen) in einem Umfeld mit potenziell starken Konjunkturimpulsen anfällig sind.
3 Aktien				↗		Wir bekräftigen unsere Entscheidung vom 11. November, zu einer übergewichteten Aktienposition zurückzukehren. Wir begründen dies mit unserem verbesserten Ausblick für das Wirtschaftswachstum und dem geringen Risiko eines deutlichen Inflationsanstiegs. Diese Bedingungen erlauben es den Zentralbanken weltweit, ihren Zinssenkungszyklus fortzusetzen, was Aktien zusätzlich unterstützt. Wir sind der Meinung, dass US-Aktien weiterhin eine der attraktivsten Gelegenheiten (Übergewichtung) bleiben, insbesondere angesichts Donald Trumps «America First»-Politik. US-Aktien sind zwar höher bewertet als ihre Pendanten andernorts, doch ist dies durch Faktoren wie eine höhere Rentabilität gerechtfertigt. Für andere Aktienregionen – Schweiz, Europa, Japan, Schwellenländer – bleiben wir neutral.
4 Gold			↘			Da wir seit Februar 2021 in Gold übergewichtet waren, profitierten wir von der beeindruckenden Hausse. Gold legte im Jahr 2023 um 13% und im Jahr 2024 um 28% zu (Performance in US-Dollar per 21. November). Unsere Entscheidung, Gold auf neutral zurückzustufen, widerspiegelt unsere Ansicht, dass sein kurzfristiges Aufwärtspotenzial begrenzt ist. Trumps wachstumsfördernde und reflationäre Politik erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass die US-Notenbank Fed das Tempo ihrer Zinssenkungen drosselt. Eine weniger lockere Geldpolitik der Fed könnte dem US-Dollar zu anhaltender Stärke verhelfen, was wiederum den Goldpreis dämpft, da sich Käufe des Edelmetalls in anderen Währungen verteuern.
5 Rohstoffe			→			Für Rohstoffe bleiben wir neutral. Die Aussichten für das Wirtschaftswachstum haben sich verbessert und die wichtigsten Zentralbanken befinden sich nun in einem Lockerungszyklus. Auch in China haben die politischen Entscheidungsträger mit der Einführung von Konjunkturmassnahmen begonnen. Das sollte für eine zyklische Anlageklasse wie Rohstoffe theoretisch Gutes verheissen. In der Praxis bleiben die Rohstoffmärkte jedoch vorsichtig, da wesentliche Unsicherheiten fortbestehen – etwa die Frage, ob sich Chinas Konjunkturprogramm in einer höheren Nachfrage nach Rohstoffen niederschlagen wird. Darüber hinaus drückt ein Überangebot in bestimmten Rohstoffbereichen wie Öl und Getreide aktuell auf die Preise. Gleichzeitig sind geopolitische Risiken Gründe, eine Untergewichtung zu vermeiden.
6 Alternative Strategien			→			Für alternative Fonds und Immobilien bleiben wir neutral.

Veränderung zum Vormonat: unverändert → erhöht ↗ verringert ↘

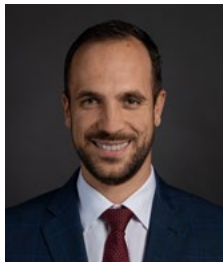
Zeit für einen Blick zurück – und nach vorn



Der Jahreswechsel ist stets ein guter Zeitpunkt, um Einkehr zu halten. Zu Beginn des Jahres 2024 haben wir drei Prognosen gestellt: Wir erwarteten, dass sich das Wirtschaftswachstum verlangsamen und es letztlich zu einer Rezession kommen würde. Zudem nahmen wir an, dass die Inflation weiter nachlassen und weniger Anlass zur Sorge geben würde, und schliesslich rechneten wir damit, dass die Notenbanken beginnen würden, die Zinsen zu senken. Viele dieser Vorhersagen erwiesen sich als richtig – allerdings nicht alle. Für das Jahr 2025 gehen wir davon aus, dass sich das Wachstum verbessert, die Inflation niedrig bleibt und sich die Geldpolitik normalisiert.



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Rückblickend auf das Gesamtjahr 2024 lässt sich deutlich sagen: Die Weltwirtschaft blieb aufgrund der restriktiven Geldpolitik in vielen Ländern unter ihrem Potenzialwachstum. Massgebliche Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes (PMIs)⁷ verharrten länger unter der Expansionsschwelle, während die Umfragen zum Konsum- und Geschäftsklima schwach waren.

In den USA kühlte sich die Lage am Arbeitsmarkt gegenüber zuvor überhitzten Niveaus ab. Die Zahl der offenen Stellen ist seit mehreren Monaten rückläufig und belief sich im Oktober auf 7,74 Millionen⁸. Die «Kündigungsrate» – ein wichtiger Indikator für das Vertrauen der Arbeitnehmenden in die Aussichten am Arbeitsmarkt – sank von ihrem Höchststand von 3% im Jahr 2022 auf 2,1%. Sogar die Arbeitslosenquote begann deutlich zu steigen, und normalerweise wäre dies ein Warnsignal für eine Rezession gewesen (Grafik 1).

Unterdessen bereitete die Lage in China, dem Wachstumsmotor Asiens, immer mehr Sorgen. Die städtische Arbeitslosenquote lag im Oktober bei etwa 5%. Die Veröffentlichung der Jugendarbeitslosigkeitquote war im Jahr 2023 vorübergehend ausgesetzt worden⁹, als diese einen historischen Höchststand von über 20% erreicht hatte. Im August 2024 war sie mit 18,8% immer noch alarmierend hoch. Unterdessen kühlte sich in Deutschland, das besonders wichtig für die Wirtschaft in Europa ist, der Arbeitsmarkt spürbar ab¹⁰.

Doch gegen Jahresende kam es zu mehreren positiven Überraschungen in der Wirtschaft, die auf günstigere politische Aussichten zurückzuführen waren. So zeigte etwa die PMI-Umfrage des Institute for Supply Management (ISM), dass der ISM-Indikator für das verarbeitende Gewerbe zwar unter der Expansionsschwelle verharrte, der Index für den Dienstleistungssektor jedoch auf ein Zweijahreshoch kletterte. Da der Dienstleistungssektor mehr als zwei Drittel der US-Wirtschaftsaktivität ausmacht, war dies eine bedeutsame Entwicklung. Darüber hinaus wiesen Umfragen zum Konsumklima der University of Michigan und des Conference Board Ende 2024 auf eine deutliche Verbesserung hin.

Die US-Wirtschaft wuchs im dritten Quartal auf Jahresbasis um 2,8%, gestützt durch einen unerwartet starken privaten Konsum. Also waren grosse Teile der Welt im Jahr 2024 einer Rezession zwar nahe, konnten diese letztlich aber vermeiden.

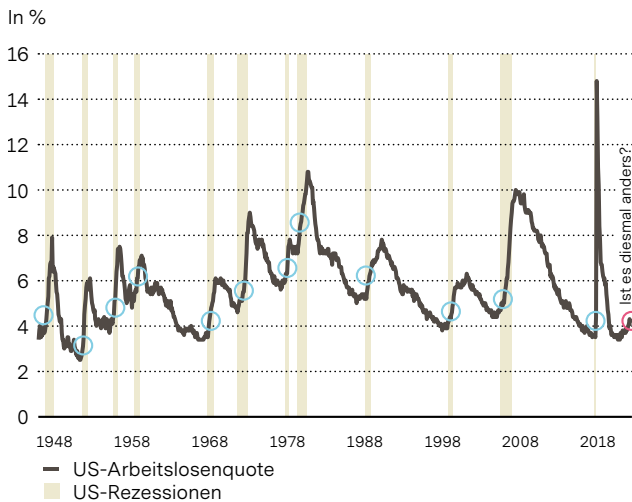
Erwartungen und Risiken

2025 erwarten wir eine weitere Verbesserung des Konsumklimas – zumindest in den USA. Der US-Arbeitsmarkt scheint sich derzeit in einer soliden Verfassung zu befinden: Das Wachstum der Reallöhne ist seit Mai 2023 unvermindert positiv, und einige angesammelte Ersparnisse dürften weiterhin verfügbar sein. Konsumenten könnten zudem im Jahr 2025 mit weiterer Unterstützung durch die US-Regierung rechnen, möglicherweise in Form steuerlicher Anreize unter Donald Trump.

Darüber hinaus erwarten wir eine Verbesserung des Geschäftsklimas. Das Ergebnis der US-Wahlen hat einen Grossteil der Unsicherheit ausgeräumt. Dadurch erhalten Unternehmen eine bessere Vorstellung von ihrer Zukunft und können sich entsprechend positionieren. Dies spiegelt die Entwicklung nach den Präsidentschaftswahlen 2016, als sich die Stimmung der kleinen Unternehmen verbesserte (Grafik 2). Die Vorliebe des designierten Präsidenten für Steuersenkungen und Deregulierung dürfte die Stimmung weiter anheizen. Dieser wiedererwachte Optimismus könnte – gemeinsam mit der Widerstandsfähigkeit der US-Konsumenten und einer potenziell stärker

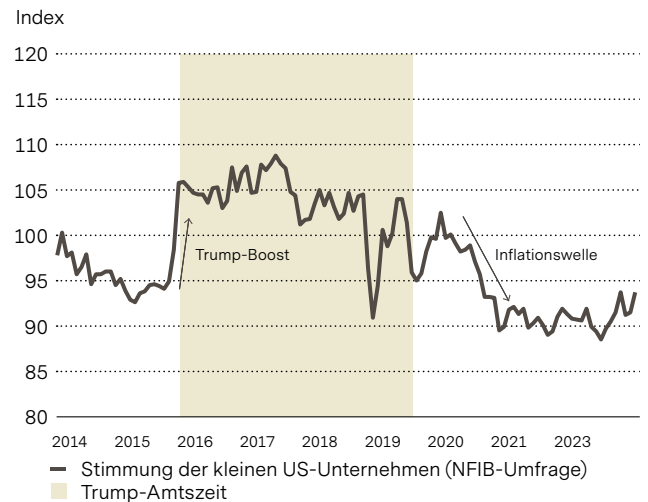
8 Markt-Highlights

Grafik 1: Wir sind im Jahr 2024 der Rezession sehr nahe gekommen



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. November 2024.

Grafik 2: Stimmung der Kleinunternehmen nach Trumps Sieg 2016 gestiegen



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. November 2024.

unterstützenden Fiskalpolitik in den USA und China – den Weg für ein robusteres Wirtschaftswachstum in den kommenden Monaten ebnet.

Wird indes die Kombination aus höheren Staatsausgaben, stärkerem Wirtschaftswachstum und einer potenziellen Rückkehr sich aufschaukelnder Zölle zu einer zweiten Inflationswelle führen? Wir stimmen zu, dass viele von Trumps Massnahmen «reflationär» sind, schätzen derzeit jedoch das Risiko für eine zweite Inflationswelle als gering ein. Das Wirtschaftswachstum dürfte im Jahr 2025 zwar anziehen, doch ein regelrechter Boom ist nicht in Sicht. So hat etwa das verarbeitende Gewerbe weltweit noch immer Probleme, der chinesische Immobilienmarkt steckt nach wie vor in der Krise und die europäische Wirtschaft schwächt.

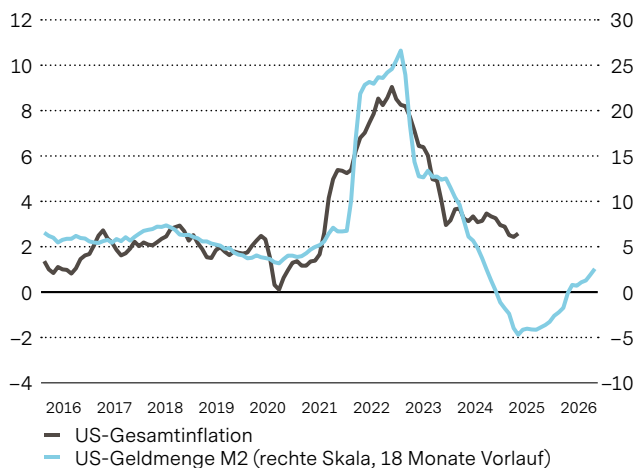
Zwar ist die Geldpolitik lockerer als noch vor einem Jahr, doch bleibt sie von einem insgesamt lockeren Niveau weit entfernt. Wie aus Grafik 3 hervorgeht, ist die US-Geldmenge M2¹¹ zwar kürzlich wieder in den positiven Bereich zurückgekehrt. Dennoch liegt sie immer noch deutlich unter dem Niveau des Inflationsschubs während der Jahre 2021 und 2022. Ein weiterer Faktor, der gegen die Möglichkeit einer zweiten Inflationswelle spricht, ist das Ausbleiben einer deutlichen Währungsschwäche. Im Gegenteil: Der US-Dollar ist derzeit bemerkenswert stark, was dazu beitragen dürfte, die importierte Inflation in Schach zu halten.

Darüber hinaus sind wir der Meinung, dass der Eigenheimmarkt Spielraum für eine Desinflation bietet. Die sogenannte «Shelter»-Inflation¹², eine der am stärksten nachlaufenden Komponenten der Gesamtinflation, ist in der Regel rückläufig, nachdem die US-Notenbank Fed einen Zinssenkungszyklus eingeleitet hat. Ausserdem scheinen die Rohstoffmärkte dieses Mal wohlgesonnen. Trotz der geopolitischen Spannungen im Nahen Osten, des Konflikts zwischen Russland und der Ukraine sowie der Möglichkeit einer härteren Haltung gegenüber dem Iran haben sich die Ölpreise kaum bewegt. Rohöl der Sorte Brent wird weiter für knapp über USD 70 pro Barrel gehandelt und die Sorte West Texas Intermediate kann die Marke von USD 70 pro Barrel kaum halten. Die Versprechen von Trump «drill, baby, drill» und «frack, frack, frack»¹³ könnten bedeuten, dass die USA bald noch mehr Öl und Gas fördern werden als ohnehin schon. Ein höheres Angebot auf einem bereits übersorgten Markt dürfte kaum ein Argument für höhere Preise bieten. Im übrigen Rohstoffsektor sind die Industriemetalle noch immer von der schwachen Weltproduktion des verarbeitenden Gewerbes und der Immobilienkrise in China betroffen, während die Preise am Getreidemarkt unter Rekorderten in wichtigen Anbauregionen leiden.

In Bezug auf die Geldpolitik gehen wir davon aus, dass die Zentralbanken im Jahr 2025 die Normalisierung der Geldpolitik fortsetzen und die Zinsen langsam auf ein «neutrales» Niveau senken werden. Weitere Zinssenkungen erscheinen sinnvoll, da sich sowohl die Inflation als

Grafik 3: Geldmengenwachstum wieder im Plus, aber für eine zweite Inflationswelle ist mehr nötig

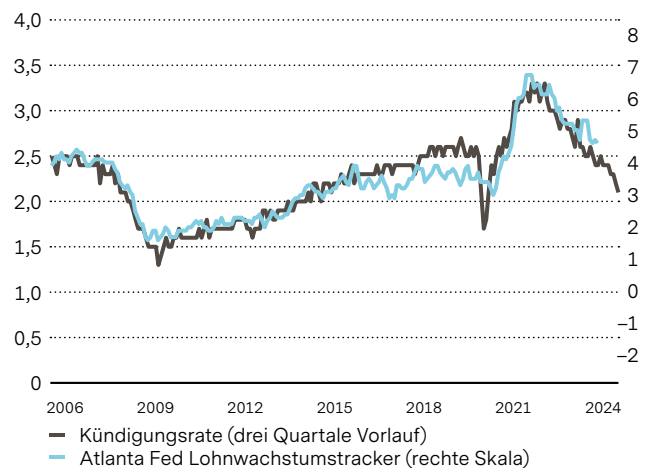
Prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr (beide Skalen)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. November 2024.

Grafik 4: Frühindikatoren deuten darauf Annäherung des Lohnwachstums an Fed-Ziel hin

In % Dreimonatsdurchschnitt



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. November 2024.

auch das Lohnwachstum (Grafik 4) weitgehend normalisiert haben. Der «Supercore»-Inflationsindikator der Fed, der die Dienstleistungsinflation ohne Lebensmittel, Energie und Wohnen erfasst und der als verlässlicherer Indikator gilt, schwankt seit mehreren Monaten um das Zwei-Prozent-Ziel der Fed herum. Andere Kernindikatoren für die Inflation, wie etwa der von der Fed in Dallas angepasste Index für die durchschnittlichen persönlichen Konsumausgaben (PCE), haben sich ebenfalls dem Ziel angenähert¹⁴.

Einige Zentralbanken könnten die Zinsen sogar unter das als neutral geltende Niveau senken. Mehrere Verfechter einer lockeren Geldpolitik innerhalb der Europäischen Zentralbank (EZB) – unter anderem der Italiener Fabio Panetta – haben die Möglichkeit von Zinssätzen unterhalb des neutralen Niveaus angedeutet. Auch der neue Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB), Martin Schlegel, hat die Rückkehr zu negativen Zinsen nicht ausgeschlossen. In den USA sind Zinssenkungen unter das neutrale Niveau aufgrund der relativ erhöhten Inflationserwartungen unseres Erachtens eher unwahrscheinlich.

Was könnte unser Basisszenario gefährden?

Wie immer gibt es Risiken, die unser Basisszenario in Frage stellen könnten. Wir unterscheiden hierbei zwischen Wachstums- und Inflationsrisiken.

Im Hinblick auf das Wachstum besteht nach wie vor die Möglichkeit, dass es letztlich doch zur «am meisten erwarteten Rezession aller Zeiten» kommen könnte. Die Geldpolitik ist für ihre langen und variablen Verzögerungen bekannt. Es ist gut möglich, dass höhere Zinsen irgendwann Schaden im System anrichten. Zu den weiteren potenziellen Risiken zählen ein Handelskrieg, eine weitere Verschlechterung der so wichtigen Wirtschaftslage in China oder allzu aggressive fiskalische Sparmassnahmen in stark verschuldeten Ländern. Sollte eines dieser Szenarien eintreten, könnten ein geringeres Wachstum, eine niedrigere Inflation und tiefere Zinsen die Konsequenz sein.

Was die Inflationsrisiken betrifft, könnten übermässige fiskal- oder geldpolitische Anreize zu einer Überhitzung¹⁵ der Wirtschaft und somit zu steigenden Preisen führen. In einem solchen Szenario würden wir wahrscheinlich (vorübergehend) ein höheres Wachstum, eine höhere Inflation sowie höhere Zinssätze verzeichnen. Sollte Trump seiner einwanderungsfeindlichen Rhetorik auch Taten folgen lassen, könnte dies den US-Arbeitskräftemangel verschärfen. Das würde schliesslich das Lohnwachstum und die Inflation weiter anheizen. Darüber hinaus müssen wir die geopolitischen Risiken im Auge behalten, etwa die Spannungen im Nahen Osten oder der Russland-Ukraine-Konflikt, die einen Energieversorgungsschock auslösen könnten.

Marktoptimismus nach den Wahlen



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Die Märkte haben positiv auf die Wahlergebnisse reagiert und diese als wachstumsfreundlich interpretiert, was sich in steigenden Aktienkursen, Anleiherenditen und dem Dollar gezeigt hat. Der Ausverkauf auf dem Anleihenmarkt, so einige Strategen, wird durch Donald Trumps vorgeschlagene Steuerpolitik verursacht, die das US-Budgetdefizit erhöhen und die Inflation anheizen könnte, wodurch die «fiskalische Risikoprämie»¹⁶ steigt.

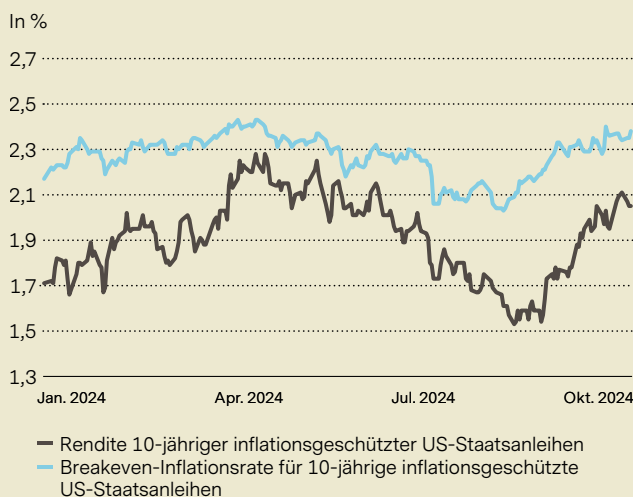
Tatsächlich ist der Renditeanstieg der 10-jährigen US-Staatsanleihen seit Mitte September hauptsächlich auf steigende reale Anleiherenditen zurückzuführen, wobei zwei Drittel dieses Anstiegs auf die reale Renditekomponente und das verbleibende Drittel auf Inflationserwartungen entfallen (Grafik 1). Höhere Staatsanleihen-Renditen spiegeln erhöhte Wachstumserwartungen wider, was zu höheren Kapitalzuflüssen und einem stärkeren Dollar führt. Dieser Trend deutet darauf hin, dass eine lockerere Fiskalpolitik den Bedarf für die Fed verringern könnte, die Zinssätze aggressiv zu senken, was den Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen aufrechterhält, da die Wahrscheinlichkeit von Zinssenkungen sinkt (Grafik 2).

Die sich verbessernden Konjunkturaussichten in den USA schaffen ein positives Umfeld für Hochzinsanleihen. Wenn das Wachstum anzieht, steigen in der Regel auch die Unternehmensgewinne, wodurch das Risiko von Zahlungsausfällen sinkt. Folglich könnte sich die finanzielle Stabilität von Unternehmen, die Hochzinsanleihen begeben, verbessern – in einigen Fällen könnte dies sogar zu einer Heraufstufung ihrer Bonität führen.

Obwohl in den nächsten zwei Jahren etwas mehr Schulden fällig werden als im vergangenen Jahr, deutet die robuste Aktivität an den Kapitalmärkten darauf hin, dass diese Refinanzierungen bewältigt werden können. Gleichzeitig hat die Euphorie nach den US-Wahlen die Renditeaufschläge auf ein Niveau schrumpfen lassen, das seit Jahrzehnten nicht mehr erreicht wurde. Die Renditeaufschläge von Hochzinsanleihen verengten sich bis Mitte November auf 253 Basispunkte und näherten sich damit ihrem historischen Tiefstand von 233 Basispunkten im Mai 2007. Im Vergleich zu 2007 zeichnet sich der heutige Hochzinsmarkt jedoch durch eine höhere durchschnittliche Bonität und deutlich kürzere Laufzeiten aus. Kürzere Laufzeiten sind insbesondere bei engen Renditeaufschlägen relevant, da die Spread-Kurve in solchen Fällen eher positiv bleibt. Bei einer Bewegung entlang der Kurve dürften die Renditeaufschläge daher naturgemäss weiter abnehmen.

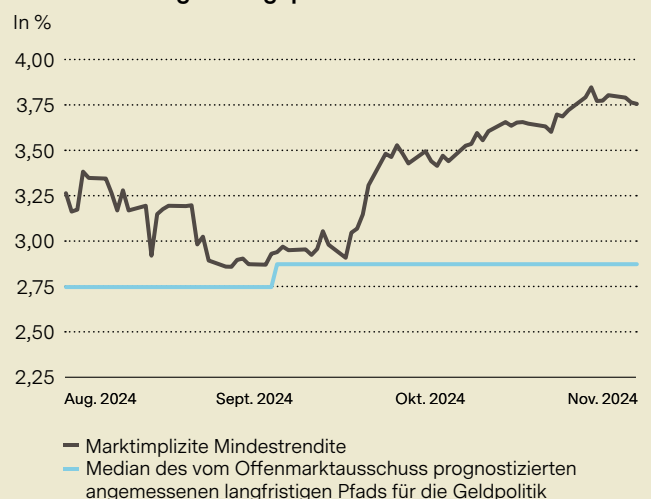
Höhere Wachstumsprognosen für 2025, ein robuster US-Konsum, eine weltweite Lockerung der Geldpolitik sowie die gestiegene Zuversicht der Anleger stützen unseren positiven Ausblick für die US-Wirtschaft. Daher sind wir für Hochzinsanleihen nun neutral.

Grafik 1: Ausverkauf am Anleihenmarkt seit September



Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 20. November 2024.

Grafik 2: Anleiherenditen unter Aufwärtsdruck, da Zinssenkungen ausgepreist werden



Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 20. November 2024.

Durch Welten getrennt



—
Mario Montagnani
 Senior Investment Strategist,
 Vontobel

Der Ausgang der US-Wahlen hat die ohnehin schon beträchtliche Diskrepanz zwischen der Performance von US-Aktien und derjenigen anderer Industrie- und Schwellenländer vergrößert. Während die Anleger unvermindert davon ausgingen, dass eine Präsidentschaft Donald Trumps ein günstiges Umfeld für die Aktienmärkte insgesamt schaffen würde, deutet die erste Marktreaktion darauf hin, dass US-Aktien ihren Vorsprung ausbauen werden. Seit dem 6. November hat sich diese Dynamik des «winner takes it all» noch verstärkt.

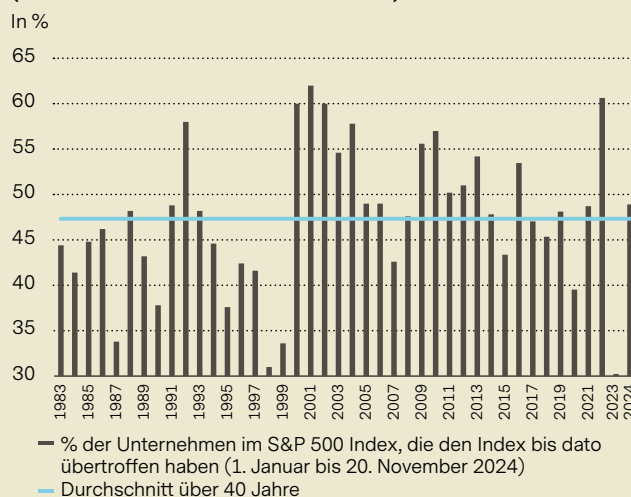
Ähnlich wie der legendäre ABBA-Hit «The Winner Takes It All», der vor rund 40 Jahren 26 Wochen in Folge die weltweiten Musikcharts anführte, dominieren US-Aktien die globalen Aktienmärkte nun schon seit mehr als zwei Jahren. Diese Outperformance ist nicht nur auf den überdurchschnittlichen Beitrag von Technologie- und KI-Titeln zurückzuführen. Selbst der S&P 500 Index ohne die «Magnificent 7» sowie US-Technologieunternehmen, die nach wie vor keine Gewinne generieren, haben bis dato besser abgeschnitten als der MSCI All Country World Index (gemessen an der Gesamtrendite und in USD). Dies kommt in der Marktbreite zum Ausdruck, einem Schlüsselindikator für die Streuung der Kursgewinne, die sich deutlich verbessert hat und von nur 28% der Unternehmen

im S&P 500, die den Index bis Ende Juni 2024 übertrafen, auf über 50% bis Ende November 2024 angestiegen ist (Grafik 1).

Die Aktienmärkte spiegeln häufig ein einfaches Phänomen wider: Kapital fließt dorthin, wo die Renditeerwartungen als höher eingeschätzt werden. Nach den US-Wahlen haben US-Aktien massive Zuflüsse angezogen, während andere Märkte der Industrie- und Schwellenländer erhebliche Abflüsse verzeichneten, was zu einer Underperformance führte. Ist diese Verlagerung gerechtfertigt? Wir denken schon. Einerseits herrscht Unsicherheit über Trumps politische Agenda, andererseits hat die Gewinnsaison für das dritte Quartal den US-Markt eindeutig begünstigt.

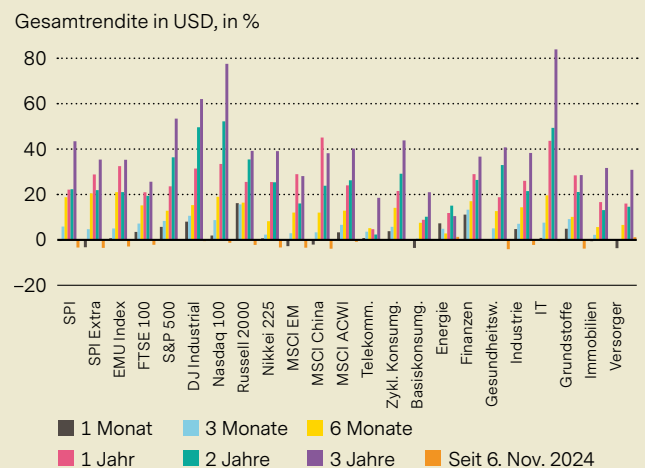
Die Geschichte bietet Kontext. Während Trumps erster Amtszeit schnitten US-Aktien vom ersten Monat seiner Präsidentschaft bis zu deren Ende besser ab als jene aus anderen Regionen (Grafik 2). Erste Anzeichen deuten darauf hin, dass die Märkte eine ähnliche Entwicklung wie 2017 durchlaufen werden. Seitdem hat sich jedoch viel verändert. Nehmen wir zum Beispiel Deutschland im Jahr 2016: Mit einem BIP-Wachstum von fast 3% war es der Wirtschaftsmotor der Eurozone. Heute kämpft Deutschland mit einer Stagflation, angeschlagenen Industrien und einer rückläufigen Industrieproduktion. In China hat sich das BIP-Wachstum von einem mittleren bis hohen einstelligen Prozentsatz im Jahr 2016 auf heute unter 5% verlangsamt, wobei die ausländischen Direktinvestitionen bereits 2023 ins Minus rutschten – angetrieben durch den Trend zum Reshoring. Ganz zu schweigen von dem inflationären Umfeld von heute im Vergleich zur fehlenden Inflation im Jahr 2016.

Grafik 1: Marktbreite verbessert sich (basierend auf dem S&P 500 Index)



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 22. November 2024.

Grafik 2: Der Trump-Effekt



Hinweis: Diese Grafik vergleicht die Wertentwicklung ausgewählter regionaler und globaler Branchenindizes in verschiedenen Zeitabständen nach der Wahl von Trump im Jahr 2016 und seit seiner Wiederwahl im Jahr 2024.

Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 21. November 2024.

Von goldenen Gewinnen und kurzfristigen Gegenwinden



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Gold hat in den letzten Jahren besonders schön gegläntzt. Nach einer Hausse von etwa 30% (in US-Dollar) allein im Jahr 2024 verabschieden wir uns vorübergehend von einigen (nicht allen) Barren.

Letzten Monat haben wir den schier unaufhaltsamen Höhenflug des Edelmetalls diskutiert und darauf hingewiesen, dass einige Indikatoren auf einen überkauften Bereich hindeuten. Seither hat Gold noch etwas zugelegt und erreichte Ende Oktober ein Allzeithoch von 2790 US-Dollar pro Feinunze. Nachdem klar war, wer ins Weisse Haus einziehen würde, verlor das gelbe Metall etwas an Glanz und fiel unter die Marke von 2700 US-Dollar. Gründe dafür waren die abnehmende Wahlunsicherheit (d.h. weniger Absicherungsbedarf), die Aussicht auf eine wirtschaftsfreundliche Politik (d.h. mehr Appetit auf risikoreiche Anlagen) und eine eindruckliche US-Dollar-Hausse (d.h. höhere Opportunitätskosten). Wir sind seit 2021 in Gold übergewichtet und haben seither von einer Hausse von über 40% profitiert. Nun haben wir beschlossen, diese Gewinne zu sichern und Gold von übergewichtet auf neutral zu reduzieren. Kurzfristig dürfte das weitere Aufwärtspotenzial begrenzt sein. Die wachstumsfreundliche

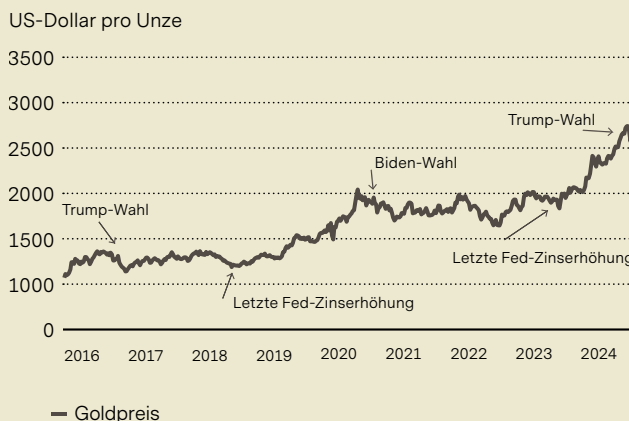
und reflationäre Politik des designierten Präsidenten Donald Trump birgt das Risiko, dass die US-Notenbank Fed die Zinsen weniger schnell senkt als von einigen Marktteilnehmern erwartet. Mit einer weniger «lockeren» Fed geht das Risiko einer anhaltenden US-Dollar-Stärke einher. Eine Reduktion könnte auch im Hinblick auf Grafik 1 Sinn machen: Historisch betrachtet legt Gold nach einem Fed-Kursschwenk (d.h. nach der letzten Zinserhöhung) zu, schwächelt aber nach den US-Wahlen.

Die strukturellen Argumente für Gold bleiben jedoch mehr als intakt. In der zunehmend fragmentierten Welt von heute ist es sehr wahrscheinlich, dass die Zentralbanken der Schwellenländer ihre «Entdollarisierungs»¹⁷-Bemühungen fortsetzen werden (Grafik 2). Die Bemühungen um eine Diversifizierung der Zentralbankreserven gewannen im Jahr 2022 an Fahrt, als die westlichen Länder die Reserven der russischen Zentralbank einfroren. Auch wenn einige wichtige Akteure (z.B. China) in jüngster Zeit vor den hohen Preisen zurückgeschreckt sind, könnte ein Kursrücksetzer sie dazu veranlassen, ihre Goldkäufe wieder aufzunehmen.

Apropos Schwellenländer: BRICS*-Staaten liebäugeln Berichten zufolge noch immer mit einer teilweise durch Gold gedeckten Währungsalternative zum Dollar. Auch hohe Staatsverschuldung spricht längerfristig für das Edelmetall. Insbesondere in den USA dürfte Trumps Politik zu höheren Steuerausgaben und grösseren Haushaltsdefiziten führen. Langfristig könnten solche Entwicklungen das Vertrauen in «Fiat-Währungen» untergraben und die Attraktivität nicht beliebig «druckbarer» Anlagen wie Gold erhöhen.

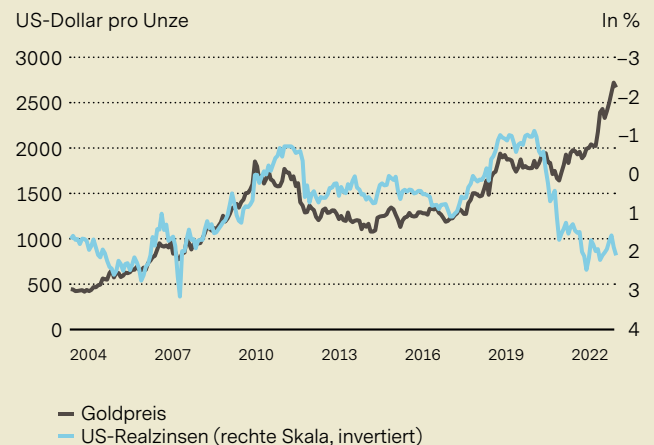
*BRICS ist ein Akronym, das eine Gruppe von fünf bedeutenden Schwellenländern bezeichnet: Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika.

Grafik 1: Trump-Wahl als Wendepunkt?



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. November 2024.

Grafik 2: Rückenwind durch Entdollarisierung



Quelle: LSEG, Vontobel. Daten per 20. November 2024.

Euro unter Druck



— **Christopher Koslowski**
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Die zunehmende wirtschaftliche Divergenz zwischen den USA und Europa übt einen erheblichen Abwertungsdruck auf den Euro aus. Diese Diskrepanz hat nach dem jüngsten Sieg von Donald Trump bei den Präsidentschaftswahlen noch zugenommen, da der Wahlausgang den US-Dollar stärkte und den Euro schwächte. Nach Trumps Wahlsieg passten die Märkte ihre Erwartungen an ein konservativeres Zinssenkungstempo der US-Notenbank Fed an. Dies trug dazu bei, dass der Euro Mitte November unter die Marke von 1.05 US-Dollar fiel und damit den tiefsten Stand seit über einem Jahr erreichte (Grafik 1). Die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Abwertung bleibt erhöht.

Vor diesem Hintergrund setzen Swap-Händler verstärkt darauf, dass die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen in naher Zukunft aggressiver senken wird als die Fed. Diese Erwartung spiegelt die wirtschaftlichen Herausforderungen in Europa wider, während die Konjunkturaussichten für die USA relativ robust sind. Darüber hinaus erhöht die Wahl von Donald Trump die Aussicht auf höhere US-Zölle sowie eine expansive, inflationäre Politik. Gleichzeitig kämpfen Europa und besonders Deutschland mit eigenen politischen Turbulenzen.

Konjunktur in der Schweiz schwächt sich ab

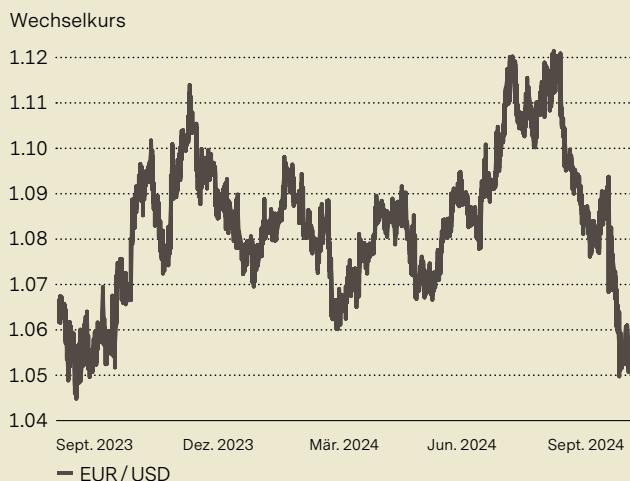
Vor dem Hintergrund einer sich abkühlenden Konjunktur und einer gedämpften Inflation steigen die Erwartungen, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren geldpolitischen Kurs weiter anpassen wird. Jüngste Daten des Schweizer Staatssekretariats für Wirtschaft deuten auf eine Verlangsamung des BIP-Wachstums im dritten Quartal 2024 hin, die vor allem auf eine schwächere Industrietätigkeit zurückzuführen ist. Diese Abschwächung erfolgt trotz einer zuvor robusten Wirtschaftsentwicklung und zeigt die Anfälligkeit des Aufschwungs für externe Gegenwinde – in erster Linie durch mögliche Änderungen der globalen Handelspolitik nach dem Wahlsieg von Donald Trump.

Ein zunehmender Protektionismus könnte die Schweizer Exportwirtschaft zusätzlich belasten und den binnenwirtschaftlichen Druck noch erhöhen. Die Inflation verharrt nahe am unteren Ende des Zielbandes der SNB von 0 bis 2%, was ihr vorsichtiges Vorgehen bei der geldpolitischen Lockerung rechtfertigt.

Verschärft wird die Situation durch den eigenen Lockenkurs der EZB (Grafik 2). Die EZB könnte die Zinsen bis zum Ende des vierten Quartals um bis zu 125 Basispunkte senken. Eine solche synchronisierte Lockerung könnte die geldpolitische Landschaft insgesamt prägen, insbesondere in einem risikoaversen Umfeld, das traditionell sicherere Anlagen wie den Schweizer Franken begünstigt.

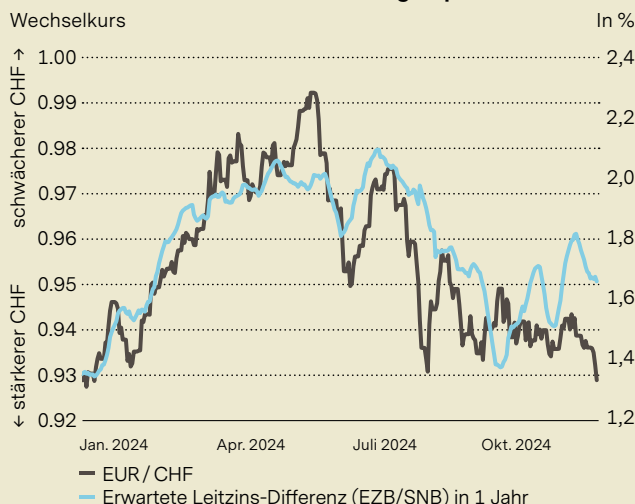
Trotz der Herausforderungen ist die Schweizer Wirtschaft gut aufgestellt, um diese turbulenten Zeiten mithilfe des umsichtigen geldpolitischen Ansatzes der SNB zu überstehen.

Grafik 1: Euro fällt auf tiefsten Stand seit über einem Jahr



Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 21. November 2024.

Grafik 2: Schweizer Franken im Rampenlicht, während SNB und EZB Zinssenkungen planen



Quelle: Bloomberg, Vontobel. Daten per 21. November 2024.

14 Prognosen

Konjunktur und Finanzmärkte 2022 – 2025

Die folgende Liste zeigt für Bruttoinlandprodukt (BIP), Inflation / Inflationserwartung, Notenbankzinsen, zehnjährige Staatsanleihen, Wechselkurse und Rohstoffe die effektiven Werte, Wechselkurse und Preise für die Jahre 2022 und 2023 sowie die Konsens-Prognosen für die Jahre 2024 und 2025.

BIP (IN %)	2022	2023	AKTUELL¹	KONSENS 2024	KONSENS 2025
Global (G20)	2,9	3,0	2,7	2,5	2,6
Eurozone	3,4	0,4	0,9	0,7	1,2
USA	1,9	2,5	2,7	2,6	1,8
Japan	1,0	1,9	0,3	0,0	1,2
Grossbritannien	4,5	0,3	1,0	1,0	1,3
Schweiz	2,7	0,7	1,7	1,4	1,4
Australien	3,8	1,9	2,1	1,2	2,1
China	3,0	5,2	4,6	4,8	4,5

INFLATION	2022	2023	AKTUELL²	KONSENS 2024	KONSENS 2025
Global (G20)	7,5	4,4	4,8	5,0	3,0
Eurozone	8,4	5,5	2,0	2,4	2,0
USA	8,0	4,1	2,6	2,9	2,2
Japan	2,5	3,3	2,3	2,5	2,0
Grossbritannien	9,1	7,3	2,3	2,6	2,3
Schweiz	2,8	2,2	0,6	1,2	1,0
Australien	6,6	5,7	2,8	3,4	2,8
China	2,0	0,2	0,3	0,5	1,3

NOTENBANKZINSEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR	2,50	4,50	3,40	2,80	2,30
USD	4,50	5,50	4,75	4,05	3,30
JPY	-0,10	-0,10	0,23	0,51	0,68
GBP	3,50	5,25	4,75	4,40	3,55
CHF	1,00	1,75	1,00	0,60	0,60
AUD	3,10	4,35	4,35	4,15	3,50

RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
EUR (Deutschland)	2,6	2,0	2,21	2,14	2,16
USD	3,9	3,9	4,28	3,69	3,67
JPY	0,4	0,6	1,08	1,13	1,32
GBP	3,7	3,5	4,34	3,81	3,69
CHF	1,6	0,7	0,32	0,53	0,70
AUD	4,1	4,0	4,48	3,91	3,93

WECHSELKURSE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
CHF je EUR	0,99	0,93	0,93	0,96	0,99
CHF je USD	0,94	0,84	0,89	0,87	0,88
CHF je 100 JPY	0,72	0,60	0,58	0,62	0,65
CHF je GBP	1,12	1,07	1,11	1,15	1,19
USD je EUR	1,06	1,10	1,05	1,11	1,13
JPY je USD	130,00	141,00	154,00	140,00	135,00
USD je AUD	0,67	0,68	0,65	0,70	0,72
GBP je EUR	0,88	0,87	0,84	0,84	0,85
CNY je USD	6,91	7,10	7,24	7,04	6,93

ROHSTOFFE	2022	2023	AKTUELL	KONSENS 3 MONATE	KONSENS 12 MONATE
Brent-Rohöl, USD je Barrel	86	77	73	78	75
Gold, USD je Feinunze	1824	2063	2621	2595	2500
Kupfer, USD je Tonne	8372	8559	8968	9800	10125

¹ Neuste verfügbare Quartalsdaten

² Neuste verfügbare Monatsdaten, G20-Daten nur vierteljährlich

Quelle: Vontobel, jeweilige Statistikämter und Zentralbanken, Stand: 25. November 2024

Offenlegungen und Disclaimer

1. Disclaimer und Quellenangabe

Dieses Dokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für private und institutionelle Kunden erstellt.

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist weder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, noch zur Abgabe eines Kauf- oder Zeichnungsangebots.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Rendite kann, zum Beispiel infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie.

«BLOOMBERG®» und die hierin aufgeführten Bloomberg-Indizes (die «Indizes») sind Dienstleistungsmarken von Bloomberg Finance L.P. und seinen verbundenen Unternehmen, einschliesslich Bloomberg Index Services Limited («BISL»), dem Verwalter der Indizes (zusammen «Bloomberg»), und wurden vom Vertreter dieses Dokuments (dem «Lizenznehmer») für die Verwendung zu bestimmten Zwecken lizenziert. Bloomberg ist nicht mit dem Lizenznehmer verbunden und Bloomberg genehmigt, befürwortet, prüft oder empfiehlt die hier genannten Finanzprodukte (die «Produkte») nicht. Bloomberg übernimmt keine Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit von Daten oder Informationen im Zusammenhang mit den Produkten.

Obwohl Vontobel der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel lehnt, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, jegliche Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste ab, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen Vontobel infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen oder wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich, im Ermessen von Vontobel, soweit gesetzlich zulässig, auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt oder überreicht noch in den USA verbreitet werden.

2. 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.

16 Rechtliche Hinweise

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 clients

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.

Glossar und Quellen

- ¹ Ein Sieg der Republikaner in wichtigen politischen Positionen auf mehreren Ebenen der Regierung, einschliesslich des US-Repräsentantenhauses und des Senats. Rot symbolisiert die Republikanische Partei.
- ² Ein Zeitraum, in dem die Anleger angesichts des Vertrauens in die Wirtschaft eher bereit sind, risikoreichere Anlagen wie Aktien zu kaufen.
- ³ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 1. November 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-11-01/tech-giants-are-set-to-spend-200-billion-this-year-chasing-ai
- ⁴ Eine NASA-Initiative, die zum Ziel hatte, Menschen auf den Mond und danach wieder sicher zur Erde zurückzubringen. Dieses Ziel wurde mit Apollo 11 im Jahr 1969 erfolgreich erreicht. Insgesamt gab die NASA bis zum Ende des Programms 25 Milliarden US-Dollar aus, was inflationsbereinigt heute etwa 230 Milliarden US-Dollar entspricht. Quellen: Anhörungen zur NASA-Genehmigung 1974, 93. Kongress, erste Sitzung, zu H.R. 4567. Seite 1271. <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.39015084762718&view=1up&seq=1277>; Berechnung der Inflation: www.minneapolisfed.org/about-us/monetary-policy/inflation-calculator
- ⁵ Diese Politik stellt die wirtschaftlichen, handelspolitischen und aussenpolitischen Interessen der USA in den Vordergrund und gibt der heimischen Industrie, der Schaffung von Arbeitsplätzen und der nationalen Sicherheit Vorrang vor der globalen Zusammenarbeit.
- ⁶ Untergewichtung bedeutet, dass das Vontobel Investment Committee eine Anlageklasse oder Unteranlageklasse weniger bevorzugt.
- ⁷ PMIs: Ein wirtschaftlicher Indikator, der aus monatlichen Umfragen unter Unternehmen des Privatsektors abgeleitet wird. Er misst die vorherrschende Richtung der wirtschaftlichen Trends in den Sektoren der Industrie und Dienstleistungen.
- ⁸ Quelle: Artikel von Bloomberg, veröffentlicht am 3. Dezember 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-12-03/us-job-openings-pick-up-to-7-7-million-as-labor-demand-steadies?srnd=phx-economics-v2
- ⁹ Quelle: Artikel der BBC, veröffentlicht am 15. August 2023. www.bbc.com/news/business-66506132
- ¹⁰ Quelle: Artikel von Reuters, veröffentlicht am 19. November 2024. www.reuters.com/markets/europe/german-economy-stagnate-labour-market-cools-tariffs-loom-2024-11-19/
- ¹¹ «M2» ist eine von der Fed geschätzte Geldmenge. Sie wird definiert als Geldmenge M1 (die liquidesten Vermögenswerte wie Bargeld, Girokonten, Reiseschecks usw.) zuzüglich Spareinlagen und Geldmarktfonds.
- ¹² Bezieht sich auf den Anstieg der Wohnkosten im Laufe der Zeit, einschliesslich Miete und den äquivalenten Kosten des Wohneigentums.
- ¹³ Quelle: Artikel von Fox News, veröffentlicht am 26. Oktober 2024. www.foxnews.com/politics/trump-vows-pennsylvania-rally-slash-energy-costs-lift-ing-pause-frack
- ¹⁴ Quelle: Federal Reserve Bank von Dallas. [www.dallasfed.org/research/pce#:~:text=The%20Trimmed%20Mean%20PCE%20inflation,of%20Economic%20Analysis%20\(BEA\).](https://www.dallasfed.org/research/pce#:~:text=The%20Trimmed%20Mean%20PCE%20inflation,of%20Economic%20Analysis%20(BEA).)
- ¹⁵ Tritt auf, wenn das Wirtschaftswachstum nicht nachhaltig ist, was zu einer übermässigen Nachfrage führt, die das Angebot übersteigt, was typischerweise zu steigender Inflation, Arbeitskräftemangel und Preisspekulationsblasen bei Vermögenswerten führt.
- ¹⁶ Die zusätzliche Rendite, die Anleger mit Staatsanleihen erzielen wollen, wenn Bedenken hinsichtlich der finanziellen Gesundheit eines Landes bestehen – beispielsweise aufgrund hoher Haushaltsdefizite oder steigender Schuldenstände.
- ¹⁷ Prozess, bei dem Länder ihre Abhängigkeit vom US-Dollar im internationalen Handel, in der Finanzwirtschaft und bei Reserven verringern.
- ¹⁸ BRICS ist ein Akronym, das eine Gruppe von fünf bedeutenden aufstrebenden Volkswirtschaften bezeichnet: Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

