

Vontobel

Investors' Outlook

Bloss keine Kohle zu Weihnachten

Dezember 2021 /
Januar 2022



2 Inhalt



3 Editorial

4 Anlagestrategie

Wir bleiben bei unserer Positionierung –
trotz Inflations- und Energiesorgen

6 Makro-Highlights

Das nächste Jahr wird
härter, besser, zäher, grüner

12 Viewpoint

Thematische (Mega-) Trends
bleiben oft ein Leben lang – wie Freundschaften

16 Anlageklassen im Fokus

20 Prognosen

Impressum

Herausgeber

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Redaktion

Martin Gelnar

Autoren*

Dr. Reto Cueni

Chief Economist,
Vontobel

Stefan Eppenberger

Equity & Commodity Strategist,
Vontobel

Frank Häusler

Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber

Economist,
Vontobel

Daniel Maier, CFA

Head Thematic Investing,
Vontobel

Mario Montagnani

Senior Investment Strategist,
Vontobel

Sandrine Perret

Senior Economist,
Fixed Income Strategist,
Vontobel

Dr. Sven Schubert

Senior Investment Strategist,
Head of Strategy Currencies,
Vontobel

Dan Scott

Chief Investment Officer,
Head of Investments & Thematics,
Vontobel

Erscheinungsweise

Zehnmal pro Jahr
(nächste Ausgabe Februar 2022)

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Vontobel

Bilder

Gettyimages,
Vontobel

Redaktionsschluss

26. November 2021

Bemerkungen

* Siehe Seite 21 «Rechtliche Hinweise»:
Analystenbestätigung

Bloss keine Kohle zu Weihnachten

Welche Geschenke wird uns der Weihnachtsmann dieses Jahr bescheren? Wird sein Schlitten schwer beladen sein mit Plastikspielzeug und «Fast Fashion» aus der Ferne? Oder werden seine Rentiere eine leichtere Last zu ziehen haben, da die Containerschiffe mit all den guten Gaben noch im Hafen festsitzen? In jedem Fall wird uns der Rauschebart eines wohl nicht bescheren, weil es zunehmend als toxisch wahrgenommen wird: Kohle. Das gilt auch für seine Kollegin in Italien, die Hexe Befana, die dieses Jahr wohl kaum «Carbone»-Stücke verteilen wird.

Kohle, einst willkommener Brennstoff zur Winterzeit, gilt mancherorts – ähnlich wie die Rute von Knecht Ruprecht am Nikolaustag – als Strafe für unartige Kinder, wenn sie zur Bescherung im Weihnachtsstrumpf landet. Und heute, vor dem Hintergrund des Ringens um den Kohleausstieg auf der UN-Klimakonferenz in Glasgow, ist sie noch weiter in der allgemeinen Gunst gesunken.

Die Alternativen: erneuerbare Energie oder gar Atomstrom?

Der Spruch «Finger weg von Kohle» könnte einer unserer Vorsätze für das neue Jahr sein, aber wir wissen, wie es um gute Vorsätze oft bestellt ist. Wir alle sind uns bei der Richtung einig: Die Treibhausgasemissionen müssen weltweit rasch reduziert werden. Doch wie so viele gute Vorsätze könnte sich das Ziel der Klimaneutralität bis zum Jahr 2050 (oder sogar früher) als zu ehrgeizig erweisen. Unsere Stromnetze mögen die Abhängigkeit von Kohle verringert haben, sind dafür aber stark auf Gas angewiesen (ca. 60 Prozent). Erneuerbare Energien machen weniger als 30 Prozent aus.

Dies ist ein grosser Schritt in die richtige Richtung. Gleichwohl wissen wir, wie anfällig unsere Netze sind, wenn weder die Sonne scheint noch der Wind weht. Man denke auch an den Extremwinter in US-Bundesstaat Texas im letzten Jahr, in dem die Windkraftanlagen buchstäblich einfroren. Ohne Innovationen bei der Energie-



—
Dan Scott
Chief Investment Officer,
Head of Impact & Thematics,
Vontobel

speicherung können wir es uns nicht leisten, unsere Abhängigkeit von erneuerbaren Energien zu vergrössern. Batterien eignen sich derzeit noch nicht zur Speicherung erneuerbarer Energie im industriellen Massstab. Zwar gibt es andere technische Lösungen wie Pumpspeicherkraftwerke, wie sie in der Schweiz zum Einsatz kommen, oder Energiespeicherung durch Schwungräder oder Druckluft. Aber keine von ihnen ist so effizient wie die herkömmlichen (umweltverschmutzenden) Arten der Stromerzeugung. Wenn wir ernsthaft Klimaneutralität bis 2050 erreichen wollen, müssen wir unsere Einstellung zur Kernenergie möglicherweise überdenken – ein umstrittener Vorschlag, den angesichts der Abkehr von fossilen Brennstoffen aber viele Länder zunehmend in Betracht ziehen.

Ist die Zeit reif für eine «De-Carb-Diät»?

Nach der Völlerei des industriellen Zeitalters werden wir nun hoffentlich auf kohlearme Kost setzen und zum Wohle des Planeten und unserer Kinder eine «De-Carb-Diät» beginnen. Gleichzeitig müssen wir jedoch bei unseren guten Vorsätzen realistisch bleiben. Falls uns dies nicht gelingt, könnten wir auf eine Energiekrise zusteuern, in der viele Haushalte ihre Heizkosten nicht mehr tragen können. In diesem Fall würden sich die energiehungrigen Verbraucher wohl Befana mit einem Sack voller Kohle herbeiwünschen oder die Rute von Knecht Ruprecht verfeuern.

→ Webcast

Um unseren Webcast zu den neuesten Marktentwicklungen zu sehen, klicken Sie bitte auf folgenden Link: vonto.be/macro-de-dec21

4 Anlagestrategie



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Wir bleiben bei unserer Positionierung – trotz Inflations- und Energiesorgen

Für gewöhnlich kehrt zur Weihnachtszeit etwas Ruhe ein. Nach einigen hektischen Monaten täte ein bisschen Entschleunigung gut. Doch die Finanzmärkte sind nicht gerade entspannt vor dem Jahreswechsel ins 2022. Dominierendes Thema bleibt die Inflation – ausser in der Schweiz, die keinen nennenswerten Preisdruck verspürt. Dies erklärt sich primär durch den Aufwärtstrend des Schweizer Frankens. Kopfzerbrechen bereitet vielen auch die Stagflation. Diese ist nicht Teil unseres Szenarios, denn unseres Erachtens wird das Wirtschaftswachstum ausreichen, um eine Stagflation zu vermeiden. Zudem dürfte sich die Inflation 2022 abschwächen. Auf den nächsten Seiten erfahren Sie mehr zu diesen Themen.

Im Gegensatz zur Nervosität an den Finanzmärkten bewahren wir eine ruhige Hand bei der Allokation. Nachdem wir das Subsegment «US-Aktien» im Oktober hochgestuft hatten, bestätigen wir nun unsere moderate Übergewichtung von Aktien. Einer der Vorteile dieser Anlageklasse ist, dass sie eine höhere Inflation besser verkraften kann als festverzinsliche Anlagen. Für letztere bleibt unsere seit Langem bestehende Untergewichtung ebenfalls in Kraft. Bei alternativen Anlagen mögen Rohstoffe als eine interessante Chance erscheinen, doch der Einstiegszeitpunkt ist nach der jüngsten Rally nicht optimal. Gold dient weiterhin als wertvoller Puffer gegen unerwartete negative Entwicklungen. Details finden Sie in der Übersicht auf Seite 5 und in den anlageklassenspezifischen Kommentaren auf den Seiten 16 bis 19.

	UNTERGEWICHTET		NEUTRAL	ÜBERGEWICHTET		
	stark	leicht		leicht	stark	
1 Liquide Mittel				→		Unsere leichte Übergewichtung von Barmitteln bleibt bestehen. Viel Liquidität in einem Niedrig- oder Negativzinsumfeld empfehlen wir zwar nicht, doch eine gewisse Menge ist angemessen, um Kursrückschläge als Kaufgelegenheiten nutzen zu können.
2 Anleihen		→				Wir bleiben bei unserer leicht negativen Haltung. Das aktuelle Zinsniveau ist ungünstig für Anleihen und die Aussicht auf langsamer als erwartet sinkende Inflationszahlen verheißt nichts Gutes für die fixen Zinszahlungen auf Anleihen. In Kombination mit den niedrigen Spreads und den etwas höheren Leitzinsen, die wir in den nächsten zwölf Monaten erwarten, ist Vorsicht angebracht. Unsere Einschätzungen der Subsegmente bleiben unverändert. Einige Schwellenländeranleihen bieten weiter solide Renditen, anders als die meisten Staatsanleihen (diese bewerten wir aber nach wie vor neutral). Investment-Grade-Unternehmensanleihen bleiben uninteressant. Unsere neutrale Bewertung von Hochzinsanleihen bleibt bestehen.
3 Aktien				→		Wir finden unsere Positionierung immer noch angemessen. Im sogenannten «Post-peak growth»-Umfeld dürften die Aktienrenditen zwar geringer, aber dennoch positiv ausfallen. Ferner sind wir überzeugt, dass Aktien noch etwas Luft nach oben haben – trotz der jüngsten Rallys und der Aussicht, dass die Notenbanken ihre aussergewöhnlichen Liquiditätsspritzen reduzieren. Darüber hinaus zeigen die jüngst veröffentlichten Quartalszahlen, dass viele Unternehmen ihre Margen zu schützen wissen. Und nicht zuletzt werden hohe Dividendenausschüttungen und erhebliche Aktienrückkäufe erwartet, besonders im wachstumsorientierten US-Unternehmenssektor. Wir behalten unsere doppelte Übergewichtung von US-Aktien bei. Der US-Aktienmarkt bietet einen attraktiven Sektorenmix und einen klareren Wachstumfokus als der Aktienmarkt der Eurozone, der stärker auf sogenannte «Old Economy»- und Value-Sektoren ausgerichtet ist. Aktien aus der Eurozone stufen wir weiterhin negativ ein, jene aus der Schweiz, Japan und Schwellenländern neutral.
4 Gold				→		Wir schätzen Gold weiter leicht positiv ein. Uns ist bewusst, dass das Edelmetall möglichen Gegenwind in Form von höheren Zinsen und insbesondere Realzinsen zu erwarten hat. Dennoch schätzen wir es für Diversifizierungs- und Absicherungszwecke. Im Fall bewaffneter Konflikte oder ungünstiger Inflationsentwicklungen wäre Gold ein sicherer Hafen. Auch ein – wenngleich unwahrscheinliches – Stagflations-Szenario wäre günstig für das Edelmetall.
5 Rohstoffe			→			Eine weiterhin neutrale Positionierung scheint uns hier vernünftig. Diese Anlageklasse hat im Zuge der zyklischen Wiederöffnung der Wirtschaft enorm zugelegt, doch die Preise sind zu schnell und zu stark gestiegen. Die längerfristige Prognose ist weiter günstig, da Rohstoffe von den gewaltigen Investitionsplänen im Rahmen diverser Dekarbonisierungspläne und dem Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage profitieren dürften.
6 Alternative Strategien			→			Unsere moderate Untergewichtung von Hedgefonds bleibt bestehen. Unsere neutrale Haltung zu anderen alternativen Anlagen wie Versicherungsverbriefungen behalten wir ebenfalls bei. Daher ändert sich auch unsere insgesamt neutrale Haltung gegenüber alternativen Anlagen nicht.

**Das nächste Jahr
wird härter, besser,
zäher, grüner**



Unsere Titelwahl lehnt sich an den Song «Harder, Better, Faster, Stronger» von Daft Punk. Das nächste Jahr wird härter: Die in einigen Bereichen erforderlichen strukturellen Anpassungen in China dürften sich deutlicher bemerkbar machen. Das nächste Jahr wird besser: Wir erwarten, dass die pandemiebedingten Ungewissheiten und Lieferkettenprobleme nachlassen, die Inflation sich normalisiert und das Wachstum sich abschwächt, aber solide bleibt. Das nächste Jahr wird zäher: Es wird bohrende Fragen danach geben, wer für die durch Covid-19 massiv gestiegenen Staatsschulden aufkommt. Das nächste Jahr wird grüner: Der Klimawandel und die Massnahmen zu seiner Bekämpfung könnten die Pandemie als dominantes Thema ablösen.



—
Dr. Reto Cueni
Chief Economist,
Vontobel



—
Michaela Huber
Economist,
Vontobel



—
Sandrine Perret
Senior Economist,
Fixed Income Strategist,
Vontobel



—
Dr. Sven Schubert
Senior Investment Strategist,
Head of Strategy Currencies,
Vontobel

Erwartet uns 2022 ein gutes oder schlechtes Wirtschaftswachstum? Das hängt vom Vergleichsjahr ab. Wer das Durchschnittswachstum des vergangenen Jahres heranzieht, dürfte enttäuscht werden. Wer sich dagegen an den Durchschnittswerten des Jahrzehnts vor der Pandemie orientiert, dürfte mit dem Plus zufrieden sein. Der Konsum wird wohl weiter zu den Haupttreibern der Erholung zählen und die Unternehmen zu zusätzlichen Investitionen motivieren. Die Gesamtnachfrage wird wahrscheinlich nicht mehr deutlich steigen, aber hoch bleiben, da die Haushalte ungewöhnlich viel gespart und von höheren Vermögenspreisen profitiert haben. Wir rechnen nicht damit, dass die Staaten ihre fiskalische Unterstützung schnell reduzieren. Die Wirtschaft dürfte 2022 also nicht von einer «Fiskalklippe» stürzen. Die insgesamt geringeren Staatsausgaben werden Zweitrundeneffekte wie Entlassungen und sektorspezifische Restrukturierungen (z. B. Insolvenzen) wohl verkräftbar machen. Dies dürfte sich auch durch wichtige politische Ereignisse wie die französischen Präsidentschaftswahlen im April und die US-Kongresswahlen im November 2022 kaum ändern (siehe die Übersicht unseres makroökonomischen Basiszenarios in der Tabelle auf S. 9).

In jedem Fall erwarten wir, dass sich die derzeit noch solide Dynamik bis Ende 2022 auf ein Niveau wie vor der Pandemie abschwächt. Je mehr das Wachstum sich dem Vorkrisen-Trendwachstum nähert (s. Grafik 1), desto härter wird es für die Wirtschaft, glänzen zu können. Doch eine Rückkehr zu «normalen» Wachstumsraten ist wichtig, um Druck von Lieferketten und Preisen zu nehmen.

Die Inflation dürfte zurückgehen, zumal sich mehrere preistreibende Basiseffekte in der ersten Jahreshälfte 2022 umkehren werden.¹ Dies wird die Inflation wohl nahe an oder unter das gängige Zwei-Prozent-Ziel der grossen Notenbanken drücken (s. Grafik 2). Eine plötzliche, unerwartet schnelle Straffung der Geldpolitik wird so unwahrscheinlicher. Allerdings werden die Notenbanken die Unterstützung in den nächsten Quartalen wohl entschlossen reduzieren.

¹ Die Inflationsraten sind dieses Jahr gestiegen, teils bedingt durch einen von Energiepreisen ausgehenden Basiseffekt. Die Energiepreise brachen ab Februar 2020 massiv ein, blieben im weiteren Jahresverlauf gering und dämpften die Inflation. Deshalb ging der Vorjahresvergleich ab Februar von einem sehr niedrigen Referenzwert (einer sehr niedrigen «Basis» 2020) aus, wodurch sich die Inflation im Jahr 2021 rein rechnerisch erhöht. Dieser Effekt dürfte sich 2022 umkehren und den Inflationsdruck durch die Energiepreise lindern, sofern diese nicht noch deutlich steigen.

Was sind die grössten Risiken unseres Basisszenarios? Durch den Pandemieverlauf könnte das Wachstum im Winter wegen neuer Gegenmassnahmen wieder sinken und im Sommer zurückschnellen (s. Abschnitt «Eurozone»). Zudem könnten härtere Beschränkungen neben weiteren Faktoren erneut zu Liefer- und Energieengpässen und damit höheren Preisen führen. Diese könnten dann die Nachfrage drücken (falls die Löhne zu langsam steigen) oder eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen (falls die Löhne mit der Inflation steigen) und die hohe Inflation so verhärten. Eine solche Entwicklung könnte die Notenbanken zu schnellen Straffungen veranlassen (s. Abschnitt «USA»). Zudem dürften die chinesischen Immobilien- und sonstigen Wachstumssorgen nicht einfach verschwinden. Der Erfolg (oder Misserfolg) der Regierung bei der Bewältigung dieser Probleme wird sich auf die Weltwirtschaft auswirken (s. Abschnitt «Emerging Markets»).

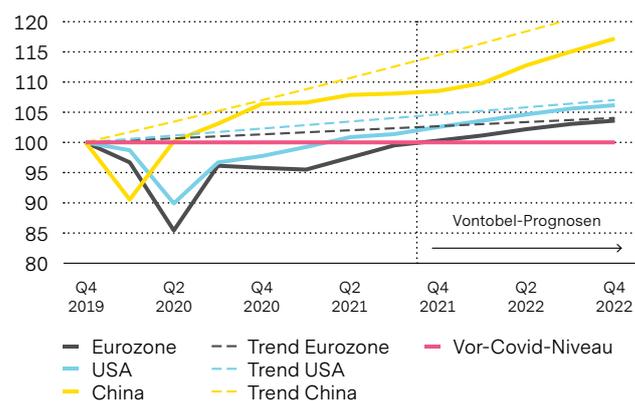
Eurozone 2022: Jahr der unsteten Normalisierung

Eine weitere Runde pandemiebedingter Restriktionen in mehreren europäischen Ländern könnte die Verbraucher wieder vom Konsum abhalten. Dies dürfte das Wachstum in den Wintermonaten dämpfen, im Sommer aber einen weiteren Aufschwung auslösen, sofern sich das saisonale Muster der Covid-Einschränkungen fortsetzt. Die Wirtschaftsentwicklung hängt davon ab, wie Staaten die Schliessungen und Öffnungen steuern, ob Unternehmen angesichts dieser Steuerung investieren und vorausplanen können und wie sich dies auf den Verbrauch der Haushalte auswirkt. Bislang berücksichtigen wir in unserer Prognose für die Eurozone keine Veränderung des Konsumklimas und rechnen weiter mit steigendem privatem Konsum, sofern die Einschränkungen das zulassen. Ferner erwarten wir, dass die Staatsausgaben 2022 zwar hinter jenen von 2021 zurückbleiben, jedoch für eine Stützung der Konjunkturerholung ausreichen (insbesondere wegen der EU-Aufbaufondsmittel für die Peripherieländer) – selbst bei temporär rigorosen Einschränkungen. Somit prognostizieren wir ein im Vergleich zu 5 Prozent für 2021 weiterhin günstiges Jahreswachstum von 4,4 Prozent für 2022.

Die Inflation in der Eurozone dürfte im zweiten Halbjahr 2022 unter das Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) fallen. Daher rechnen wir nicht mit einer baldigen Straffung der Geldpolitik (erster Zinsschritt nicht vor 2023). Die Anleihenkäufe der EZB dürften nächsten Sommer immer noch 20–40 Milliarden Euro monatlich betragen, gegenüber derzeit über 80 Milliarden. Die französischen Wahlen sollten kaum Überraschungen bieten. Laut aktuellen Umfragen wird Macron oder ein wirtschaftsfreundlicher Kandidat der Konkurrenz-Partei «Les Republicains» im zweiten Wahlgang siegen.

Grafik 1: USA und Eurozone dürften Vor-Covid-Trendwachstum 2022 erreichen; China hinkt hinterher

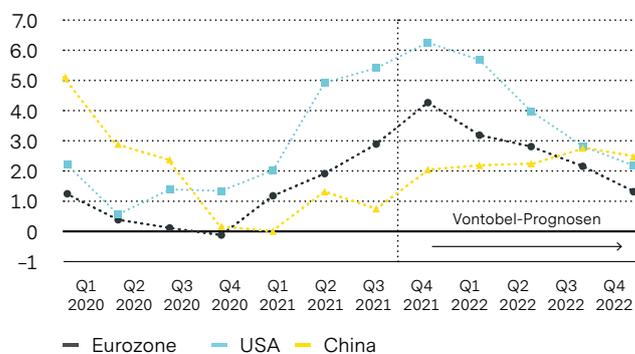
BiP indiziert auf Vor-Covid-Niveau (Ende 2019)



Quelle: Eurostat, BEA, NBS, Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Inflation dürften in Eurozone und USA auf Notenbankziel zurückgehen

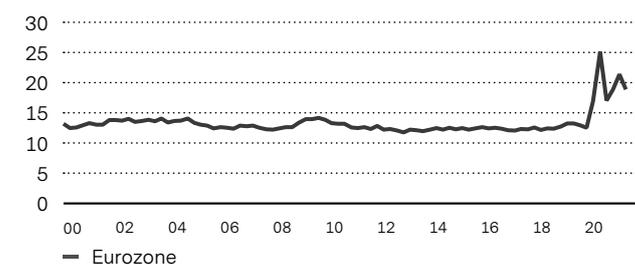
Quartalsinflation in % (Veränderung ggü. Vj.)



Quelle: Eurostat, BLS, NBS, Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 3: Verbraucher haben noch Kaufkraft dank hoher Ersparnisse in der Pandemie

Haushaltersparnisse in % des verfügbaren Einkommens



Quellen: Eurostat, Refinitiv Datastream, Vontobel, Daten per Q2 2021

**Unser ökonomisches Basisszenario für 2022:
Härter, besser, zäher, grüner – und was es gefährden könnte**

**Basisszenario:
«Härter, besser,
zäher, grüner»**

- **Global:** Nach überschrittenem Höhepunkt weiter gutes Wachstum, Inflationsnormalisierung im H1, starke, aber weniger üppige fiskalpolitische Unterstützung
- **USA:** Wachstumsverlangsamung auf Niveau vor der Pandemie, Inflationsnormalisierung zum Sommer hin, starke fiskalpolitische Unterstützung
- **Eurozone:** Langsameres Wachstum, aber über Vorkrisenniveau, abklingende Inflation im H1, funktionierender Aufbaufonds
- **China:** Schwaches Wachstum zu Jahresbeginn, stärkere fiskal- und geldpolitische Unterstützung ab Frühjahr
- **Notenbanken:** Schrittweise Reduzierung der geldpolitischen Unterstützung, in den USA schneller als in der Eurozone

**Wichtige Risiken,
die unser Basisszenario
gefährden könnten**

Die folgenden Risiken könnten sich erheblich auf unser Basisszenario auswirken, indem sie eine stärker positive oder negative Entwicklung auslösen:

- Lieferengpässe könnten sich verschärfen, die Preise antreiben und die Nachfrage drücken, sofern das Lohnwachstum nicht mithält
- Stärkere fiskalpolitische Massnahmen und eine schnellere Umsetzung könnten Nachfrage und Inflation ankurbeln
- Covid-Ungewissheit könnte ausgeprägt bleiben, die Dienstleistungsnachfrage belasten und die Zweitrundeneffekte eskalieren lassen
- Eine eskalierende Immobilienkrise in China und ungeeignete geld- und fiskalpolitische Massnahmen könnten wirtschaftliche Turbulenzen auslösen
- Die Notenbanken könnten angesichts der erhöhten Inflation die Geduld verlieren – eine schnelle Straffung der Geldpolitik würde das Wachstum drücken

**Makrothemen
für 2022**

Makrothemen, die wir mit Blick auf 2022 für wichtig halten:

- **Härter:** Erforderliche strukturelle Anpassungen des chinesischen Immobiliensektors belasten das Wachstum und die diplomatischen Beziehungen
- **Besser:** Ungleichgewichte bei Angebot und Nachfrage als Auslöser der starken Inflation und der Energiekrise nehmen 2022 ab
- **Zäher:** Die langfristigen Auswirkungen von Covid-19 treten zutage: weniger fiskalpolitische Unterstützung, höhere Schulden und Steuern
- **Grüner:** Das Bewusstsein für den Klimawandel wächst – wie auch die Dringlichkeit drastischer (weiterer) Massnahmen und Bestimmungen

10 Makro-Highlights

USA 2022: Nachlassende Inflation, steigende Zinsen

Die USA werden stärker ins Jahr 2022 starten: Die Wirtschaft dürfte im vierten Quartal 2021 wieder kräftiger anziehen, nachdem sie im dritten mit 2,1 Prozent annualisiert schwächer gewachsen war. Die erwartete Rate von vier Prozent für 2022 insgesamt würde bedeuten, dass das Wachstum stärker bleibt als vor der Pandemie. Wir erwarten weiter steigende Dienstleistungsausgaben und eine anhaltend solide, aber nachlassende Güternachfrage. Eine schwächere Verbrauchernachfrage dürfte durch den Nachholbedarf bei den Lagerbeständen von Endprodukten kompensiert werden. Dies dürfte die Produktion des verarbeiteten Gewerbes durch das Jahr hindurch stützen.

Die US-Gesamtinflation hat mit 6,2 Prozent im Oktober im Vorjahresvergleich ein 30-Jahres-Hoch erreicht. Der Preisdruck wird mindestens bis zum zweiten Quartal 2022 erhöht bleiben. Dann werden negative Basiseffekte und nachlassende angebotsseitige Probleme zur schrittweisen Dämpfung der Inflation beitragen. Die Inflation könnte hartnäckiger sein als gedacht. Dennoch rechnen wir nicht mit exorbitanten Preissteigerungen oder sich eintrübenden Verbrauchererwartungen. Die US-Notenbank Fed scheint indes entschlossen, die Anleihenkäufe bis Mitte 2022 einzustellen und dann in der zweiten Jahreshälfte mit Leitzinserhöhungen zu beginnen. Joe Biden hat Jerome Powell für eine zweite Amtszeit als Fed-Vorsitzender und Lael Brainard als Vize-Vorsitzende nominiert. Dies wird für Kontinuität an der Fed-Spitze und für einen reibungslosen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik sorgen. Das Risiko steigender Inflation impliziert aber, dass die Notenbank notfalls restriktiver agieren könnte. Dies würde unerwartet frühe und kräftige Zinserhöhungen bedeuten – vielleicht schon Ende des zweiten Quartals. Mit einem solchen Szenario rechnen wir nur, wenn schneller wieder Vollbeschäftigung herrscht und die Lohnsteigerungen breitere Schichten erreichen.

Die demokratische Partei von Biden könnte bei den Kongresswahlen im November 2022 ihre knappe Mehrheit in einer oder beiden Kammern des US-Kongresses verlieren. Dies wäre ein weiteres Problem für den Präsidenten, der derzeit geringe Zustimmung genießt – trotz eines ersten legislativen Erfolgs durch sein Gesetz über Infrastrukturinvestitionen in Höhe von USD 1.2 Billionen. Seine künftige Beliebtheit hängt stark davon ab, ob er dieses Jahr oder Anfang nächsten Jahres zusätzlich das USD 1,75 Billionen schwere «Build-Back-Better»-Gesetz über Investitionen in Gesellschaft und Klimaschutz durchsetzt.

Japan 2022: Erholung zuerst, Normalisierung später

Wegen Covid-19 und einer Reihe von Notfallmassnahmen war Japan ein später Gast auf der «Erholungsparty». Unserer Meinung nach sollte sich das jüngst verkündete Konjunkturpaket positiv auf die Konsumentenstimmung und den Konsum auswirken. Zudem dürften viele der angebotsseitigen Belastungen der heimischen Produzenten in den kommenden Monaten nachlassen.

Was könnte unser Basisszenario gefährden? Einerseits würde etwa eine Konjunkturertrübung in den USA oder in China dem exportabhängigen Japan schaden. Andererseits muss der frisch gewählte Premierminister Fumio Kishida noch zeigen, dass er die Öffentlichkeit überzeugen kann. Scheitert er, könnte seine Amtszeit so kurz ausfallen wie die seines Vorgängers. Zu beobachten bleibt auch das unerwartet grosse Konjunkturpaket, durch das die Wirtschaft überhitzen könnte. Naturkatastrophen wie Erdbeben sind ein weiteres japanspezifisches Risiko.

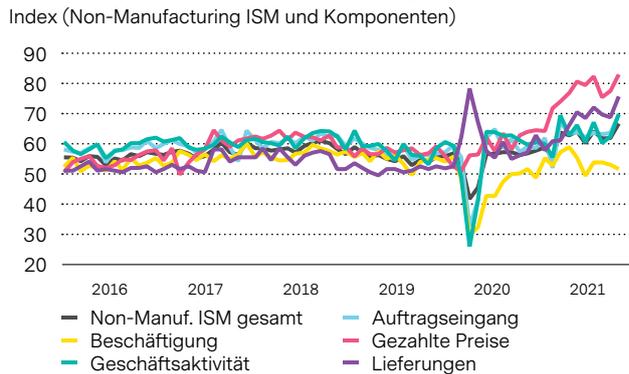
Emerging Markets / China 2022: Mehr statt weniger Konjunkturmassnahmen

Nach einem zu erwartenden kräftigen Plus von 6,6 Prozent 2021 dürfte sich das Wachstum der Schwellenländer 2022 abschwächen. Die geldpolitische Straffung in vielen Ländern, die im ersten Halbjahr 2021 begann, dürfte nächstes Jahr ihren Tribut fordern. Zudem könnten einige EM-Anlagen angesichts wahrscheinlich steigender Leitzinsen in den Industrieländern für Anleger an Attraktivität verlieren, was der regionalen Konjunktur schaden würde. Dennoch rechnen wir für die Schwellenländer 2022 mit einer soliden Wachstumsrate von mindestens 4,4 Prozent. Die Inflation dürfte nächstes Frühjahr ihren Höhepunkt erreichen, wenn steigende Temperaturen den Brennstoffbedarf und damit die Rohstoffpreise unter Kontrolle bringen. Ferner ist auch bei den Lieferengpässen (Container, Halbleiter) mit Besserung zu rechnen.

Die Unwägbarkeiten bei unserer Prognose gehen auf den üblichen Verdächtigen China zurück. Die überschuldeten chinesischen Immobilienentwickler könnten in der Finanzbranche immer noch Wellen schlagen und die Haushalte belasten. Die Folgen würden über die Schwellenländer hinausgehen. Allerdings haben die chinesischen Behörden schon reagiert. Weitere Schritte zur Stabilisierung des Immobiliensektors könnten folgen. Die chinesische Notenbank hat ihre Politik Anfang des Jahres bereits von Normalisierung und Schuldenabbau auf moderate Lockerung umgestellt. Es sind wohl weitere Massnahmen nötig, damit das von uns für 2022 prognostizierte chinesische Wachstum von 5,5 Prozent erreicht werden kann, doch wir bleiben optimistisch.

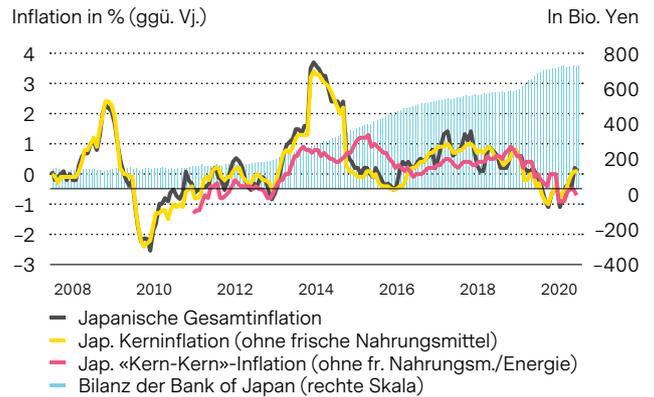
Je nach Umfang der Konjunkturmassnahmen könnte sich die Lage schnell aufhellen. Vielleicht bietet dies nach einem düsteren Jahr 2021 eine Kaufgelegenheit für EM-Anlagen. Anleger und Ökonomen könnten 2022 zudem von gelockerten Covid-19-Einschränkungen überrascht werden – ermöglicht durch intensive Impfprogramme in vielen Schwellenländern. Südostasien und Lateinamerika würden so womöglich zu attraktiven Zielen für die wichtige Tourismusbranche. Abzuwarten bleibt, ob China seine Null-Covid-Strategie nach der Winterolympiade in Peking aufgibt.

Grafik 4: Anfang 2022 starker Dienstleistungssektor erwartet, später dann Normalisierung in Sicht



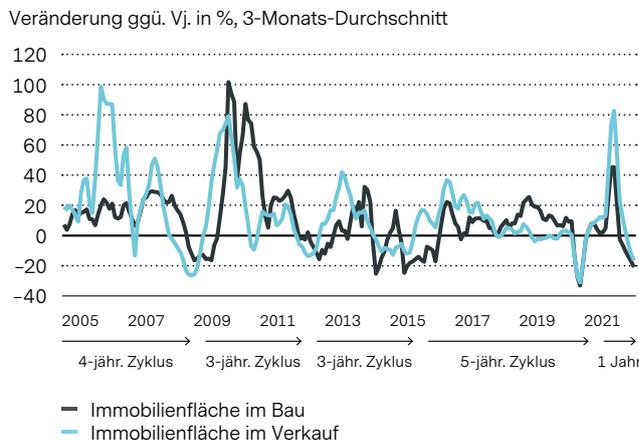
Quelle: Refinitiv Datastream, Institute for Supply Management (ISM), Vontobel

Grafik 5: Immer noch weit entfernt von ihrem Inflationsziel hat Japans Notenbank wenig Spielraum



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 6: Chinesischer Immobilienmarkt vor scharfer Korrektur



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Thematische (Mega-) Trends bleiben oft ein Leben lang – wie Freundschaften

Es heisst: «The trend is your friend». Doch wie unterscheidet man als Anleger kurzfristige Trends von solchen, die Jahrzehnte Bestand haben? Wir sind der Auffassung, dass unser auf «Megatrends» ausgerichteter Anlageansatz eine Antwort auf diese Frage liefert. Bei einer Freundschaft zählen die inneren Werte – bei Megatrends sind es die eingebetteten Themen, die potenzielle Anlagechancen bieten.

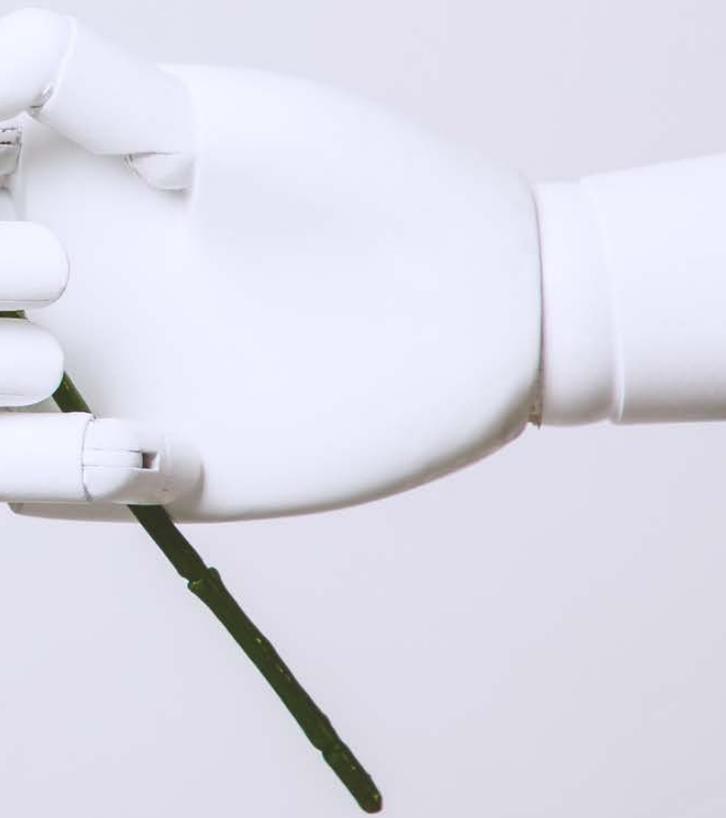


—
Daniel Maier, CFA
Head Thematic Investing,
Vontobel



—
Dan Scott
Chief Investment Officer,
Head of Impact & Thematics,
Vontobel





Für uns verbinden Megatrends enorme Beständigkeit, die an die Verschiebung tektonischer Platten erinnert, mit der Flexibilität, auf tiefgreifende Veränderungen einzugehen. Sie bleiben jahrzehntelang aktuell und haben das Potenzial, unseren Alltag zu beeinflussen. Ein Beispiel für eine Verschiebung dieser Art ist der Übergang vom Industrie- zum Informationszeitalter, den der Autor und Futurist John Naisbitt¹ in den 1980er Jahren voraussagte, und die damit verbundenen technischen Errungenschaften wie PC, Internet und Mobiltelefon. Als Vermögensverwalter mit einer Megatrend-Strategie sind wir bestrebt, Verschiebungen zu antizipieren, die unser Leben verändern können. Vier solcher Megatrends stehen derzeit auf unserer Liste:

– **Nachhaltige Wertschöpfung**

Die Nachfrage der Anleger nach Unternehmen mit hohen Umwelt-, Sozial- und Governance-Standards wächst. Solche Unternehmen sind in Bereichen wie Energieerzeugung, Mobilität und Recycling zu finden.

– **Eine multipolare Welt**

Der Aufstieg Chinas und anderer Schwellenländer hat die Weltwirtschaftsordnung auf den Kopf gestellt. Angesichts neuer Wettbewerber und Verbraucher, die international auf den Plan treten, werden Computernetzwerke und die Verfügbarkeit und Sicherheit von Daten immer wichtiger.

– **Demografische Entwicklung und Verstärkerung**

Heute leben mehr Menschen in Städten als je zuvor. Sie entwickeln neue Konsumgewohnheiten und nutzen neue Unterhaltungsformen wie E-Sport. Gleichzeitig kommt es in Industrieländern zu einer raschen Alterung der Gesellschaft, wodurch die Zahl der Arbeitskräfte zurückgeht und das Gesundheitswesen unter Druck gerät.

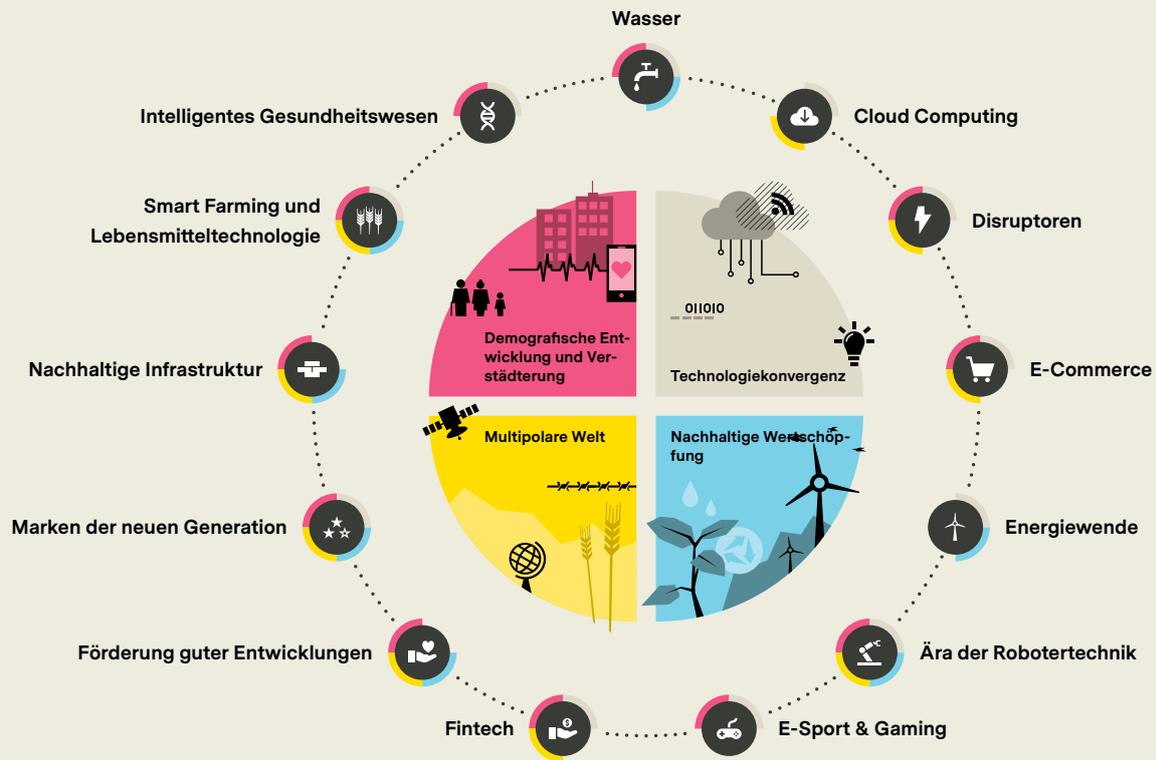
– **Technologiekonvergenz**

Die Digitalisierung macht der analogen Welt zunehmend Konkurrenz, und die Art und Weise, in der wir Geschäfte oder Zahlungen tätigen, verändert sich rasant. Neben E-Commerce, autonomen Fahrzeugen und Robotertechnik gibt es zahlreiche weitere Bereiche, in denen Konnektivität und künstliche Intelligenz eine wichtige Rolle spielen.

¹ «Megatrends: Ten New Directions Transforming our Lives», 1982 von John Naisbitt nach fast zehn Jahren Forschung veröffentlicht, wurde ein internationaler Erfolg.

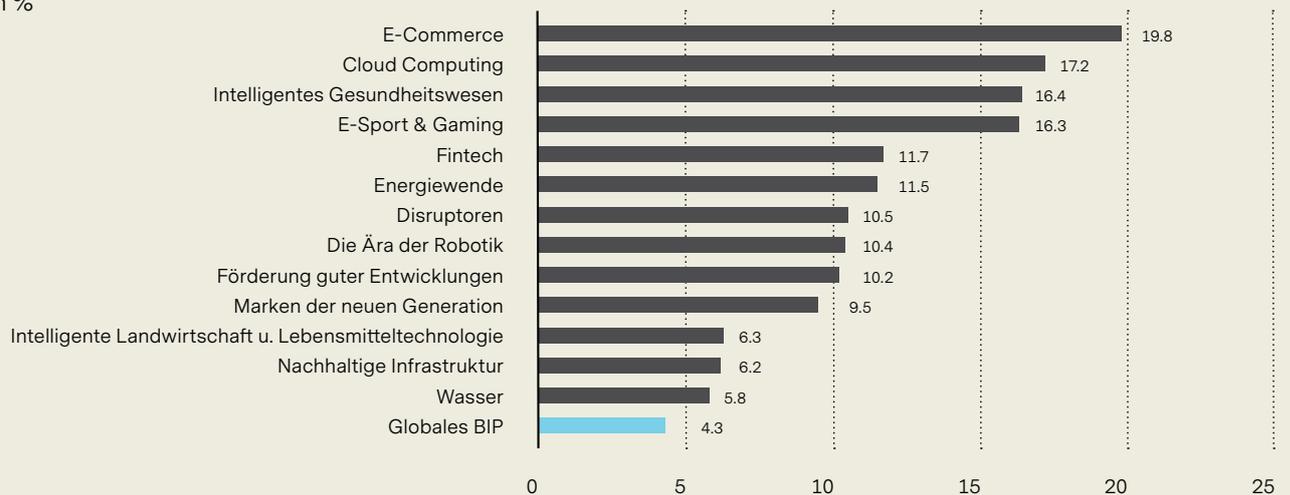
14 Viewpoint

Aus Megatrends resultierende Themen ...



... und die entsprechenden Wachstumsraten

In %



* Erwartete durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von Unternehmen im thematischen Anlageuniversum ggü. globalen Wachstumsprognosen (CAGR 2021–2023 für alle Kennzahlen, BIP-Daten des IWF per 19. November 2021)

Quelle: Bloomberg, MSCI, Internationaler Währungsfonds, Vontobel

Angesichts einer an Tempo verlierenden Weltkonjunktur erscheint uns die aufmerksame Suche nach Marktischen mit hohem Wachstumspotenzial als vernünftiger Ansatz. Viele Unternehmen in diesen Bereich kommen für unser Megatrends-Portfolio infrage. Die Themenfelder, für die sie stehen, warten nur darauf, bestellt zu werden (vgl. Grafik).

Die Macht der Schnittmengen

Die thematische Übersicht zeigt den hohen Grad an Diversifizierung unserer Megatrends-Strategie: Risiken, die während bestimmter Marktphasen mit einigen Themen einhergehen, stehen Chancen im Bereich anderer Themen gegenüber, die sie im Idealfall mehr als ausgleichen. Die Risikominderung geht also mit dem Ziel der Renditesteigerung Hand in Hand. Wahre Schätze lassen sich häufig in Bereichen finden, in denen sich mehrere Megatrends überschneiden. Ein Beispiel ist «Smart Farming und Lebensmitteltechnologie». Dieses Thema vereint alle unsere vier Megatrends. Die Herausforderung besteht hierbei in der begrenzten Verfügbarkeit von Ackerland und natürlichen Ressourcen, um die wachsende Weltbevölkerung zu ernähren. Neue Technologien helfen uns, die Produktion nachhaltig effizienter zu gestalten und der Nahrungsmittelverschwendung entgegenzuwirken.

Natürlich können Sie sich als Anleger auf eins oder mehrere der von uns genannten Themen konzentrieren und selbst eine Titelauswahl für Ihre thematischen Portfolios treffen. Wir sind jedoch der Ansicht, dass unsere multithematische Lösung den Zugang zu einem breiten Spektrum hochmoderner Industrien und wegweisender Unternehmen eröffnet, die von strukturellen Wachstumstreibern und Themenreinheit profitieren. Das Portfolio bietet einen gesunden Mix aus etablierten Titeln und wenig bekannten Neulingen. Das sorgt nicht nur für einen hohen aktiven Anteil, sondern auch für eine Diversifikation, um auch unter schwierigen Marktbedingungen bestehen zu können.

Der kanadischen Eishockey-Legende Wayne Gretzky zufolge ist ein guter Spieler dort, wo auch der Puck ist – ein hervorragender Spieler positioniert sich hingegen dort, wo der Puck sein wird. Wir sind überzeugt, dass diese Philosophie auch bei der Anlagetätigkeit den entscheidenden Unterschied macht.

Thematische Anlagen können, müssen aber nicht nachhaltig sein

Thematisches Investieren liegt immer mehr im Trend und ist eng mit der Popularität «nachhaltiger» Anlagen verbunden. Man muss sich jedoch vor Augen halten, dass thematische Anlagen nicht immer nachhaltig sind. Viele Themen wie Cloud Computing, Robotertechnik, E-Sports und Mobile Gaming haben kaum etwas mit positiven ökologischen oder sozialen Veränderungen zu tun. Demgegenüber fügt sich das sogenannte «Impact Investing» – ein weiterer zunehmend populärer Anlageansatz – passgenau in die Nachhaltigkeitskategorie. Was also unterscheidet thematische von nachhaltigen Anlagen oder Impact Investing? Kurz gesagt: Thematische Anlagen konzentrieren sich auf Chancen im Zusammenhang mit einem oder mehreren Themen im Kontext globaler Megatrends. Im Fokus nachhaltiger Anlagen stehen unterdessen Nachhaltigkeitsprinzipien, d. h. ein Portfolio aus Unternehmen, die Umwelt-, Sozial- und Governance-Standards (ESG) einhalten. Impact Investing geht noch einen Schritt weiter und verfolgt konkrete ökologische und/oder soziale Ziele. Impact-Anleger erwarten nicht nur solide Renditen. Sie wollen genau nachvollziehen, wie die positiven Beiträge der Unternehmen im Portfolio gemessen und gemeldet werden.

Mangels Benennungskonventionen kann sich die Einordnung eines Finanzprodukts als thematisch, nachhaltig oder Impact-Produkt schwierig gestalten. Insbesondere in der Europäischen Union bemüht man sich derzeit darum, nachhaltige Anlagen transparenter zu machen – ein Vorreiterprojekt bei der Kodifizierung «grüner» Produkte. Produkte nach «Artikel 9», die die strengsten Auflagen der EU erfüllen, werden zur Verdeutlichung mit zwei dunkelgrünen Blättern gekennzeichnet. Vermögensverwalter mit einem entsprechenden Angebot, das zumeist an saubere Technologie, erneuerbare Energien oder andere Impact-Ziele geknüpft ist, müssen nachweisen, inwiefern ihre Produkte dem Nachhaltigkeitsanspruch gerecht werden und die sogenannte «EU-Taxonomie» einhalten – ein von der EU eigens für diese Initiative eingeführter Begriff. Für Vermögensverwalter bedeutet dies gründliche Analysen und aktiven Kontakt mit den Portfoliounternehmen.

Potenziell raues Fahrwasser trotz wirtschaftlicher Normalisierung



Sandrine Perret
Senior Economist,
Fixed Income Strategist,
Vontobel

Für die Fixed-Income-Märkte war 2021 durchwachsen. Vor dem Hintergrund überschrittener Inflationsziele und der Normalisierung von Renditen verzeichneten High-Yield-Anleihen die solidesten Resultate. Ausgehend von Prognosen sinkender Inflation im kommenden Jahr dürften sich die Renditen weiter normalisieren. Aufgrund anhaltend günstiger Finanzierungsbedingungen dürften Anleihen auch bei schwindender geldpolitischer Unterstützung stabil bleiben.

Einen Monat vor dem Jahresende 2021 weisen High-Yield-Anleihen die besten Renditen im Fixed-Income-Bereich auf, während Staats- und EM-Unternehmensanleihen mit einem Minus schliessen dürften (vgl. Grafik 1). Nach dem Stand des ICE BofAML Move Index von 80 Punkten Mitte November zu schliessen (der höchste Wert seit Beginn der Pandemie), sind die Märkte nervös und die Volatilität ist erhöht. Ein Grund sind die Absichten diverser Zentralbanken, die im Zuge der Pandemie ergriffenen Notfallmassnahmen auslaufen zu lassen. Darüber hinaus nimmt das Risiko weiter zu, dass höhere Inflationszahlen Zentralbanken wie die Fed zu einer vorzeitigen Straffung veranlassen könnten. Im Wesentlichen behalten wir unsere weitgehend negative Prognose für den Anleihenmarkt jedoch bei. Innerhalb der Anlageklasse

betrachten wir eine relative Bevorzugung von EM-Anleihen gegenüber IG-Unternehmensanleihen weiter als angemessen.

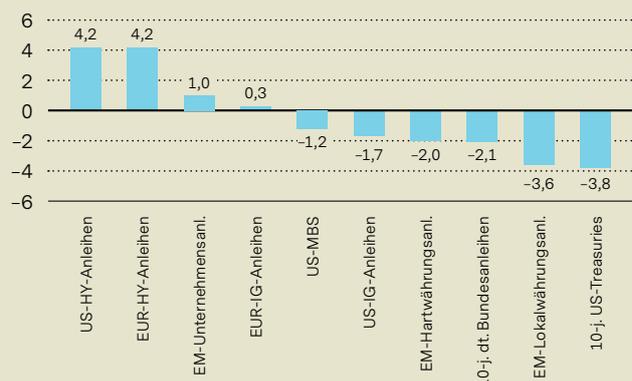
Geringe oder negative Realrenditen für 2022 erwartet

Wie schon 2021 dürfte die Aussicht auf auslaufende geldpolitische Unterstützung Anleihen auch im kommenden Jahr belasten. Gekoppelt mit den immer noch sehr hohen Inflationszahlen Anfang 2022 dürften die erwarteten Realrenditen für die meisten Niedrigzins-Schuldtitel negativ bleiben. Wir gehen von steigenden Realrenditen für Unternehmensanleihen im Jahresverlauf 2022 aus, da die Rekordinflationserwartungen langsam abflauen. Die Nominalrenditen dürften ihren moderaten Aufwärtstrend zudem fortsetzen: Unsere Drei- und Zwölf-Monats-Prognosen für zehnjährige US-Renditen liegen bei 1,7 bzw. 1,9 Prozent (vgl. Grafik 2)

Da einige Industrienationen mit verhaltenen Zinsanhebungen beginnen, dürften sich die Renditekurven 2022 grösstenteils abflachen. Doch da der Markt eine stärkere Straffung einpreist, als sie einige der Zentralbanken signalisieren, gehen wir davon aus, dass der Anleihenmarkt steigende Zinsen recht gut verkraften wird. In den USA sollte auch die Ernennung von Jerome Powell für eine zweite Amtszeit als Fed-Chef zur allgemeinen Beruhigung beitragen (siehe auch unseren Artikel «Makro-Highlights» auf Seite 6). Bei den Unternehmensanleihen dürften sich die Rendite-Spreads 2022 angesichts des derzeit sehr engen Niveaus und der hohen Bewertungen leicht ausweiten. Allerdings dürften günstige Finanzierungsbedingungen die Auswirkungen auf diesen Teil des Marktes begrenzen und die Ausfallquote niedrig halten, da die Realrenditen auf einem Niveau knapp über ihren historischen Tiefstständen verharren werden.

Grafik 1 High-Yield- und EM-Unternehmensanleihen mit höchsten Renditen 2021

Gesamtrendite in Lokalwährung, in %



Grafik 2: Renditeanstieg 10-j. US-Staatsanleihen auf 2 % bis Ende 2022 erwartet

Rendite in %



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Keine Angst vor hohen Bewertungen bei Aktien



—
Stefan Eppenberger
Equity & Commodity Strategist,
Vontobel

In den Augen vieler Anleger sind Aktien derzeit entweder zu teuer in absoluten Zahlen oder so hoch bewertet, dass sie absturzgefährdet sind – oder beides. Im Gegensatz dazu spiegelt unsere Übergewichtung von Aktien unsere Ansicht, dass starke Unternehmensgewinne den Nachteil leicht überhöhter Bewertungen ausgleichen werden.

Im Hinblick auf die Bewertung, die den Gewinn je Aktie ins Verhältnis zum aktuellen Kurs setzt, befolgen wir zwei Faustregeln. Erstens: je höher die Bewertung, desto geringer das langfristige Renditepotenzial. Zweitens: je höher der Leitzins, desto stärker gehen die Bewertungen tendenziell zurück. Entsprechend sollte die Einschätzung der Bewertungen langfristige Renditeerwartungen berücksichtigen.

Um zu ermitteln, ob eine Aktie zu teuer ist, ziehen viele Anleger den Buffett-Indikator herbei – benannt nach Warren Buffett, einem der erfolgreichsten Aktienanleger aller Zeiten. Dieser Wert vergleicht den Gesamtwert aller globalen Aktien im MSCI World Index (d. h. die sogenannte Marktkapitalisierung) mit dem globalen BIP. Die Überlegung dahinter: Der Wert aller Unternehmen dürfte relativ eng an die Wirtschaftsleistung gekoppelt sein.

Anlass zur Sorge gibt die Tatsache, dass der Buffett-Indikator jüngst ein neues Allzeithoch erreicht hat (vgl. Grafik 1), das sogar den Stand kurz vor dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 übertrifft. Allerdings berücksichtigt der Indikator die Zinsen nicht. Und die sind derzeit so niedrig, dass risikoreiche Anlageklassen wie Aktien zu den wenigen mit solidem Renditepotenzial gehören.

Anleger sollten sich nicht auf einen einzigen, wenn auch wichtigen Indikator wie den «Buffett» verlassen. Wir etwa ziehen diverse Kennzahlen zu Rate, die das einfache Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das zyklisch bereinigte KGV und Aktienrisikoprämien nachverfolgen. Aktuell gehen fünf von zehn Indikatoren (den Buffett-Indikator eingeschlossen) von übermässig hohen Aktienkursen, die übrigen von angemessenen Bewertungen aus. Hier greift unsere erste Faustregel: Die langfristigen Renditeerwartungen sollten in den kommenden Jahren gegenüber den Vorjahren tatsächlich leicht nach unten korrigiert werden.

Einige Kennzahlen sind zurückgegangen

Interessanterweise sind drei Kennzahlen trotz des Höhenflugs der Aktienmärkte in den letzten sechs Monaten deutlich zurückgegangen, beispielsweise das einfache KGV (vgl. Grafik 2). Das liegt daran, dass Unternehmen die hohen Markterwartungen an künftige Gewinne nicht nur erfüllt, sondern übertroffen haben. Die Abwärtsbewegung spiegelt allerdings auch veränderte Erwartungen in Bezug auf die nächsten Schritte der grossen Zentralbanken und die zweite Faustregel. Gleichwohl halten wir weiter daran fest, dass der durch eine straffere Geldpolitik entstehende Druck auf Aktien im nächsten Jahr durch solides Gewinnwachstum ausgeglichen werden dürfte.

Grafik 1: Aktuelles Hoch des Buffett-Indikators bereitet einigen Anlegern Sorge



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Aktien mit Blick auf KGV fair bewertet



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Knapp Lagerbestände könnten künftig höhere Preise bedeuten



—
Stefan Eppenberger
Equity & Commodity Strategist,
Vontobel

Das rückläufige Wachstum in China verheißt nichts Gutes für Rohstoffe, weshalb wir die Anlageklasse trotz starker Preisschübe nicht übergewichten. Auch wenn die rekordverdächtig niedrigen Lagerbestände den Markt anfällig für externe Schocks machen, sind sie einer der Gründe, warum unsere Portfolios ein gewisses Rohstoff-Engagement aufweisen.

In der ersten Jahreshälfte profitierten wir von unserer Rohstoff-Übergewichtung, gaben diese Positionierung dann aber zu früh auf. Allerdings machte unser verstärkter Aktienfokus später das, was uns in puncto Rohstoffe entgangen war, mehr als wett.

Die Rückkehr zu einer Rohstoff-Übergewichtung erscheint uns derzeit nicht sinnvoll. Die globale Nachfrage wächst schleppender als Anfang 2021 und die Abkühlung der rohstoffhungrigen chinesischen Konjunktur – besonders im Immobiliensektor – ist ein schlechtes Omen für Metallpreise. Einstweilen dürfte die Ölnachfrage zum Winter hin unter einem erneuten Covid-19-Lockdown leiden. Zudem steigert die Organisation erdöl-exportierender Länder (OPEC) derzeit die Fördermenge monatlich um 400 000 Barrel pro Tag.

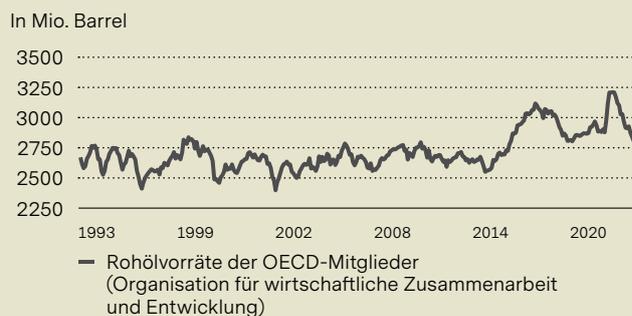
Es gilt zu beachten, dass die Ölvorräte sich derzeit ihrem Tiefstand von 2015 annähern (vgl. Grafik 1). Das nährte Spekulationen, die USA könnten einen Teil ihrer strategischen Ölreserven freigeben – was Ende November tatsächlich geschah. Die Vorräte an Kupfer und anderen Metallen sind noch geringer als vor der Finanzkrise (vgl. Grafik 2). Obwohl knappe Lagerbestände nicht automatisch höhere Preise bedeuten, könnten sie im Fall eines positiven Nachfrage- (z. B. mehr fiskalische Impulse in China) oder negativen Angebotsschocks (z. B. Spannungen im Nahen Osten) die Vorbedingung für eine Preisspitze sein – vergleichbar mit der aktuellen Situation bei Computerchips oder Öl- und Gaspreisen (siehe November-Ausgabe des Investors' Outlook). Eine Rohstoff-Position erscheint uns daher als ratsam.

Allgemein sind wir der Auffassung, dass die Aussichten für diese Anlageklasse kurz- wie langfristig günstig bleiben. Obwohl die Rohstoffnachfrage erhöht bleiben wird, zeigt sich die Angebotssituation aufgrund jahrelangen Investitionsmangels infolge geringer Preise nun labil. Darüber hinaus haben viele Anleger mit der Finanzierung nachhaltigkeitsbezogener Projekte begonnen, statt ihr Kapital in die alte Schwerindustrie zu stecken.

Dekarbonisierung als Rohstoff-Preistreiber

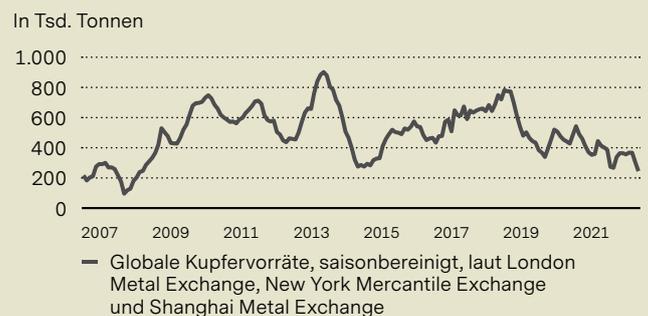
Der weltweite Trend zur Dekarbonisierung schafft neue Nachfrage, doch eher für andere Teile des Rohstoffspektrums. Daher gehen wir nicht von einem künftigen Preiszerfall aus. Allerdings werden wir warten, bis der Konjunkturzyklus vielversprechend aussieht, bevor wir ein stärkeres Rohstoff-Engagement erwägen.

Grafik 1: Globale Ölspeicher leeren sich rasant



Quelle: Energy Information Administration, Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: Kupfervorräte auf tiefstem Stand seit Jahren



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Zwei wichtige sichere Häfen trotzen dem Risikoappetit



—
Dr. Sven Schubert
Senior Investment Strategist,
Head of Strategy Currencies,
Vontobel

Abseits der zunehmenden Risikobereitschaft zählen neuerdings zwei Safe-Haven-Währungen zu den Lieblingen des Devisenmarktes. Droht dem US-Dollar potenziell auch eine kurzfristige Schwäche, könnte er sich 2022 durch die Straffung der US-Geldpolitik erholen. Der Schweizer Franken dürfte aufgrund niedriger Binneninflation stabil bleiben.

Die robuste Gesundheit des Frankens unter Aufsicht der nervösen Schweizerischen Nationalbank (SNB) resultiert aus dem langfristigen Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz und dem eher verhaltenen Inflationsdruck. Dieser zweite Faktor macht das Land (dank einer Verbesserung der Schweizer Kaufkraft) wettbewerbsfähiger im Vergleich mit den USA und Europa, wo die Inflation höher ist. Unser «Wave»-Konjunkturzyklusmodell deutet seit einiger Zeit auf eine Stärkung des Schweizer Frankens hin, da die Schweiz unter den 50 von uns beobachteten Ländern die stärkste Wachstumsdynamik aufweist.

Deshalb könnte bei steigenden Zinsen ausserhalb der Schweiz eine Abwanderung aus Franken-Anlagen ausbleiben. Natürlich ist die Nominalrendite in Ländern wie den USA und sogar der Kern-Eurozone gestiegen. Das gilt jedoch auch für die Inflation. Die beiden Entwicklungen gleichen einander aus (vgl. Grafik 1). Zwar dürfte die

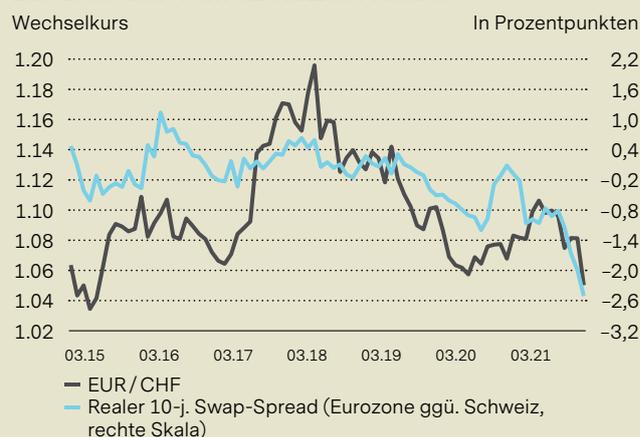
Schweizer Währung kurzfristig keine Parität mit dem Euro erreichen – die SNB würde das nicht zulassen –, doch in den kommenden Jahren könnte dies der Fall sein.

Den Euro halten unterdessen neuerliche Lockdowns in einigen europäischen Ländern zurück, welche die Konjunktur bremsen. Dagegen scheint sich die Wachstumsdynamik in den USA vor dem Hintergrund gelockterter Covid-19-Massnahmen (vgl. Grafik 2) und des umfangreichen vom Kongress verabschiedeten Infrastrukturgesetzes zu verbessern. Dies schürte die Erwartung einer vorzeitigen Straffung der US-Geldpolitik – ein weiterer Grund für die jüngste starke Rally des Dollars gegenüber dem Euro. Doch da die Märkte für das kommende Jahr bereits drei Zinserhöhungen in den USA einpreisen, erscheint das weitere Aufwärtspotenzial gegenüber dem Euro kurzfristig begrenzt. Sollte zudem die neue Pandemie die USA erreichen (z. B. durch mehr europäische Touristen), dürfte der Euro einen kurzfristigen Anstieg verzeichnen, bevor der Straffungszyklus der US-Notenbank ihn gegenüber dem Dollar erneut sinken lässt – auf unser seit Langem bestehendes Zwölf-Monats-Ziel von 1.12.

Lohnen Yuan-Anlagen die Aufmerksamkeit?

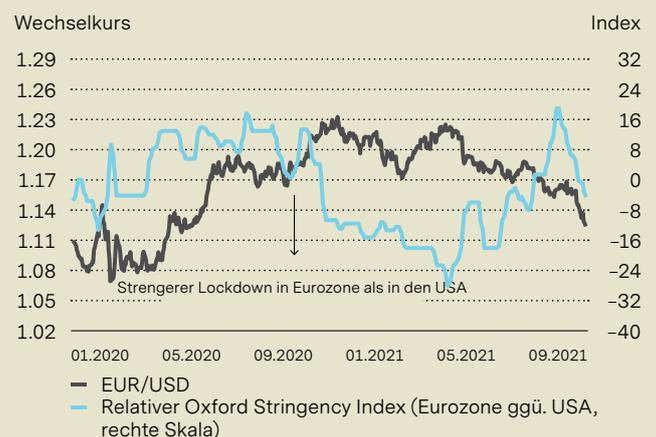
Die Schwellenländer sind weit solider aufgestellt als vor dem US-Straffungszyklus 2015. So verzeichnen viele von ihnen rekordverdächtige Leistungsbilanzüberschüsse. Allerdings bedeutet ein Jahr geldpolitischer Normalisierung in den USA (steigende US-Renditen) und abflauenden Wachstums in vielen Schwellenländern keinen nachhaltigen Aufwärtstrend für die entsprechenden Währungen. Anleger müssen also selektiv vorgehen. Auf Yuan lautende Anlagen dürften einen Blick wert sein, sofern China seine Wachstumsprobleme in der ersten Jahreshälfte 2022 überwinden kann.

Grafik 1: Historisch niedrige Rendite-Spreads zwischen Eurozone und Schweiz stützen Franken



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

Grafik 2: USA lockern Lockdown, Europa verschärft ihn



Quelle: Refinitiv Datastream, Oxford Economics, Vontobel

Konjunktur und Finanzmärkte 2019 – 2022

Die folgende Liste zeigt für Bruttoinlandsprodukt (BIP), Inflation/Inflationserwartung, Notenbankzinsen, zehnjährige Staatsanleihen, Wechselkurse und Rohstoffe die effektiven Werte, Wechselkurse und Preise für die Jahre 2019 und 2020 sowie die Vontobel-Prognosen für die Jahre 2021 und 2022.

BIP (IN %)	2019	2020	AKTUELL	PROGNOSE 2021	PROGNOSE 2022
Eurozone	1,6	-6,5	3,7	5,0	4,4
USA	2,3	-3,4	4,9	5,5	4,0
Japan	0,0	-4,7	7,7	2,3	2,5
Grossbritannien	1,7	-9,7	6,6	6,7	5,2
Schweiz	1,3	-2,5	7,7	3,5	2,8
China	6,0	2,3	4,9	7,7	5,5
INFLATION (IN %)					
Eurozone	1,2	0,3	4,1	2,5	2,2
USA	1,8	1,2	6,2	4,5	3,6
Japan	0,5	0,0	0,2	-0,1	0,4
Grossbritannien	1,8	0,9	3,1	2,4	3,1
Schweiz	0,4	-0,7	1,2	0,6	0,7
China	2,9	2,5	1,5	1,0	1,8
NOTENBANKZINSEN (IN %)					
EUR	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
USD	1,75	0,25	0,25	0,25	0,50
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
GBP	0,75	0,10	0,10	0,25	0,75
CHF	-0,69	-0,76	-0,75	-0,75	-0,75
CNY	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN (IN %)					
EUR (Deutschland)	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	0,0
USD	1,9	0,9	1,6	1,7	1,9
JPY	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
GBP	0,8	0,2	0,9	1,1	1,3
CHF	-0,5	-0,5	-0,1	-0,1	0,1
WECHSELKURSE					
CHF je EUR	1.09	1.08	1.05	1.07	1.05
CHF je USD	0.97	0.88	0.92	0.92	0.94
CHF je 100 JPY	0.89	0.86	0.81	0.84	0.87
CHF je GBP	1.28	1.21	1.23	1.24	1.21
CHF je AUD	0.68	0.68	0.67	0.67	0.66
USD je EUR	1.12	1.22	1.14	1.16	1.12
JPY je USD	109	103	114	110	108
USD je AUD	0.70	0.77	0.73	0.73	0.70
CNY je USD	6.95	6.51	6.86	6.45	6.50
ROHSTOFFE					
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	66	52	83	80	80
Gold (USD/Feinunze)	1521	1898	1862	1800	1800
Kupfer (USD/Tonne)	6149	7749	9841	11000	12000

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). 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 Beteiligungsrechte 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 Wechselkursschwankungen 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 die Erstellerin 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.

22 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.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz
vontobel.com

