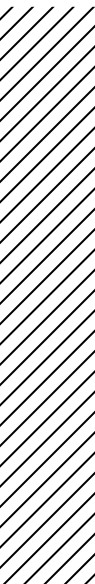


Vontobel

Zwischenwahlen in den USA: kurzfristige Nachrichten mit langfristigen Auswirkungen

Geopolitik und Investieren vor dem Hintergrund
der US-Zwischenwahlen und des Kongresses
der Kommunistischen Partei Chinas



04
Das Wichtigste in Kürze

05
**US-Zwischenwahlen –
auf den Punkt gebracht**

06
**Mögliche wirtschaftliche Folgen
der Zwischenwahlen**

09
**Einfluss der US-Zwischenwahlen
auf die Präsidentschaftswahl
in 2024**

11
**US-Zwischenwahlen,
Parteikongress in China
und die geopolitischen Folgen**

13
Worauf Anleger achten sollten

Herausgeber
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich

Autor
Dr. Reto Cueni
Chief Economist,
Vontobel

Redaktion
Sarah Davies
Corinne Gretler

Konzept
MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation
Vontobel

Bilder
Gettyimages
Vontobel

Redaktionsschluss
28. Oktober, 2022

Bemerkungen
* Siehe Seite 16 «Rechtliche Hinweise»:
Analystenbestätigung



—
Dr. Reto Cueni
Chief Economist,
Vontobel

Wie wird sich die wirtschaftliche und politische Situation weltweit nach den kommenden US-Zwischenwahlen entwickeln? Am 8. November entscheiden die Amerikaner, wer in das Repräsentantenhaus oder den Senat einziehen wird. Es sind Wahlen, die in sehr unsicheren Zeiten stattfinden: Die Covid-19-Pandemie hat zu einer beispiellosen Krise globalen Ausmasses geführt und nachdem die Regierungen diese überstanden haben, sehen sie sich nun mit einer Reihe neuer Herausforderungen konfrontiert. Es gibt keine Anzeichen für eine friedliche Beilegung des Krieges in der Ukraine und die geopolitische Situation verschärft die hohen Energiepreise und die starke Inflation in vielen Regionen der Welt, insbesondere in Europa, noch weiter. Führungsentscheidungen werden derzeit aber nicht nur in den USA getroffen. In China, einer weiteren Weltmacht, fand vom 16. bis 22. Oktober der 20. Nationalkongress der Kommunistischen Partei Chinas statt, bei dem mit der Wiederwahl von Xi Jinping die Führungsfrage für den Rest des Jahrzehnts wohl geklärt wurde. In diesem Artikel betrachten wir die möglichen Ergebnisse der US-Zwischenwahlen und was die daraus resultierenden Szenarios für Anleger bedeuten können – sowohl in den USA als auch weltweit, und gerade vor dem Hintergrund der jüngsten Nachrichten aus China.

Das Wichtigste in Kürze

Die US-Zwischenwahlen werden sehr wahrscheinlich zu einer geteilten Regierung («divided government») führen, wobei die Republikanische Partei entweder nur das Repräsentantenhaus oder sogar beide Kammern des Kongresses (dh. auch den Senat) kontrollieren dürfte. Beide Möglichkeiten erzielen aufgrund der Umfragewerte aktuell eine Eintretenswahrscheinlichkeit von um die 40 Prozent. Eine geteilte Regierung würde eine Pattsituation in der US-Politik nach sich ziehen, welche die Wahrscheinlichkeit für beträchtliche fiskalpolitische Veränderungen reduzieren und damit auch die Unsicherheit der Anleger und Märkte verringern dürfte. Mit einer geteilten Regierung steigt jedoch auch das Risiko eines «Shutdown» der US-Regierung im nächsten Jahr, dessen Auswirkungen die Finanzmärkte vorübergehend belasten könnten.

Eine «blaue Welle», bei der die Demokraten die Kontrolle über beide Kammern des Kongresses und zusammen mit ihrem Präsidenten auch über die Regierung insgesamt behalten, wird derzeit aufgrund der Umfragewerte mit einer Wahrscheinlichkeit von etwa 20 Prozent eingeschätzt. Es ist das Szenario, das die Unsicherheit unter Anlegern wohl am deutlichsten steigern würde, da es zu höheren Staatsausgaben und weiteren Regulierungen des Umwelt- und des Technologiesektors führen könnte. Andererseits dürfte bei einer vereinigten Regierung («unified government») im Falle einer Rezession die staatliche Unterstützung schneller und schlagkräftiger erfolgen als bei einer geteilten Regierung, da eine Rezession in der Regel ein schlechtes Omen für eine Partei ist, die eine Wiederwahl ihres Präsidenten anstrebt. Solche starken Unterstützungsmassnahmen dürften jedoch im Widerspruch zur derzeitigen restriktiven Geldpolitik der US-Notenbank stehen, die versucht, die Inflation durch eine Dämpfung der Konjunktur zu senken.

Bei einer «roten Welle» würden dagegen die Republikaner die Kontrolle über beide Kammern des Kongresses übernehmen und könnten dadurch die von den Demokraten eingeführten Fiskalgesetze rückgängig machen und die Haushaltsausgaben kürzen. Obwohl wir in den nächsten zwei Jahren keine wesentlichen Änderungen erwarten, würde eine Reduzierung der Haushaltsausgaben – wenn alle anderen Faktoren unverändert bleiben – die Wachstumserwartungen der Anleger dämpfen. Während einer Periode mit anhaltend schwachem Wachstum oder einer Rezession wären jegliche Änderungen an Fiskalgesetzen oder Haushaltsausgaben von besonderer Bedeutung.

Eine signifikante Veränderung der US-Aussenpolitik scheint unwahrscheinlich, unabhängig vom Ergebnis der Zwischenwahlen, denn bei der Verteidigung der globalen Führungsrolle der USA herrscht eine starke überparteiliche Einigkeit. Dennoch könnte nach einem Erdrutschsieg der Republikaner der amtierende Präsident Joe Biden zunehmend politisch isoliert sein, weil dann die Republikaner seine Vorhaben bei innenpolitischen Themen verhindern können, da diese einer direkten Zustimmung durch den Kongress bedürfen. Der Präsident dürfte darum in einem solchen Fall verstärkt in Bereichen aktiv werden, in denen er grössere einseitige Kontrolle ausüben kann – was in der Aussenpolitik der Fall ist. Sollten bei den Zwischenwahlen dagegen von Trump unterstützte Republikaner Sitze im Senat oder Repräsentantenhaus erobern, könnten die Anleger anfangen zu spekulieren, ob der ehemalige Präsident oder ein republikanischer Kandidat aus dem Trump-Lager die Präsidentschaftswahlen 2024 gewinnen und möglicherweise den derzeitigen Konsens in der US-Aussenpolitik infrage stellen könnte.

Das aktuelle Niveau an geopolitischer Unsicherheit dürfte langfristig wohl anhalten, auch unter Berücksichtigung der möglichen US-Wahlergebnisse und jüngsten Entwicklungen in China. Wenn die geopolitischen Spannungen abnehmen sollten, dann wahrscheinlich nur kurzfristig: Die Aussagen von Xi Jinping auf dem Kongress der Kommunistischen Partei Chinas deuten darauf hin, dass der Fokus künftig weniger auf dem Wirtschaftswachstum und mehr auf sicherheitspolitischen Themen liegen wird, während in den USA überparteiliche Einigkeit über die Verteidigung der globalen Vormachtstellung der USA besteht. Anleger müssen sich wohl auf mehrere Jahre mit volatiler und erhöhter geopolitischer Unsicherheit gefasst machen, die sich sowohl auf die Weltwirtschaft als auch auf die Finanzmärkte auswirken wird.

US-Zwischenwahlen – auf den Punkt gebracht

Bei den US-Zwischenwahlen, die jeweils in der Mitte der vierjährigen Amtszeit eines Präsidenten stattfinden, werden alle 435 Mitglieder des Repräsentantenhauses und ein Drittel der 100 Senatoren auf nationaler Ebene gewählt. Derzeit bilden die Demokraten eine vereinigte Regierung, da sie sowohl das Weisse Haus unter Präsident Joe Biden als auch beide Kammern des Kongresses kontrollieren. Ihnen fehlt jedoch in beiden Kammern eine komfortable Mehrheit. Im Repräsentantenhaus beträgt sie nur sechs Sitze, während sich im Senat die Demokraten und Republikaner die 100 Sitze teilen. Die Demokraten haben nur deshalb eine Mehrheit im Senat, weil Kamala Harris als Vizepräsidentin bei Abstimmungen die entscheidende Stimme innehat. Diese schwache Mehrheit hat die Demokraten darin eingeschränkt, Reformen umzusetzen und ihre Agenda voranzubringen. Abtrünnige Demokraten wie Senator Joe Manchin aus West Virginia und Senatorin Kyrsten Sinema aus Arizona haben sich häufig gegen die Pläne der Partei gestellt, was zu verwässerten oder gescheiterten Gesetzesentwürfen geführt hat.

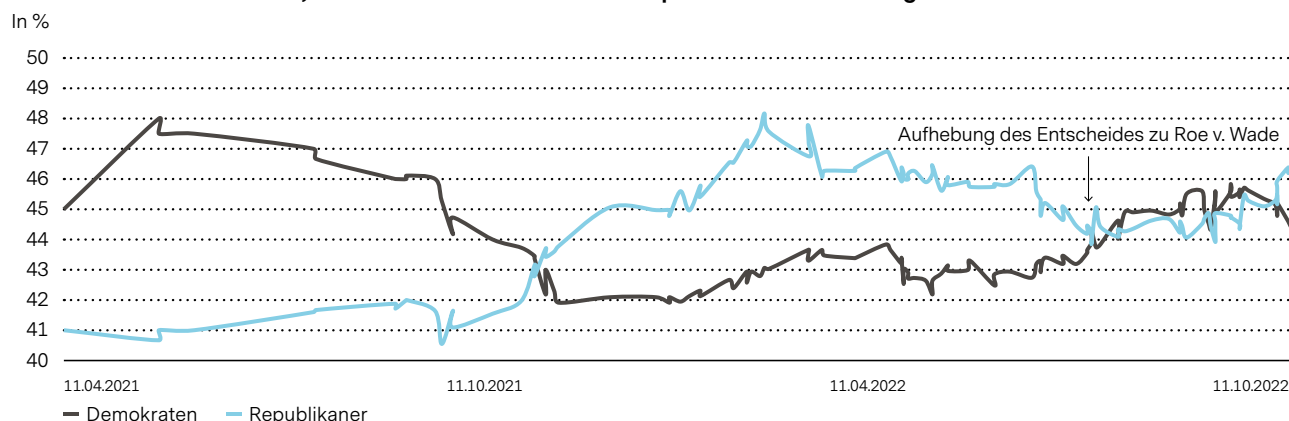
Neben den Kongresswahlen finden am 8. November auch andere Wahlen auf bundesstaatlicher und lokaler Ebene statt. Die Wahlen auf nationaler Ebene sind zwar gesamtwirtschaftlich und -politisch die wichtigsten, doch auch die Ergebnisse der Wahlen auf tieferer Ebene können sich auf die öffentliche Meinung hinsichtlich der Präsidentschaftswahlen in 2024 auswirken und auf potenzielle Verschiebungen in der politischen Landschaft der USA hindeuten.

Wir erwarten eine geteilte Regierung durch einen geteilten Kongress

Seit Ende 2021 schien es wahrscheinlich, dass die Republikaner im November 2022 die Kontrolle in beiden Kammern übernehmen – was eine sogenannte «rote Welle» darstellen würde. Jedoch wendete sich im Juni das Blatt, als der oberste Gerichtshof der USA (der Supreme Court) entschied, sein früheres Verdikt zum Fall Roe v. Wade zu kippen und damit faktisch das in der Verfassung verankerte Recht auf Abtreibung aufhob, was landesweit den Weg für Abtreibungsverbote geebnet hat (siehe Grafik 1). Die Entscheidung des Supreme Court löste bei vielen Wählergruppen eine Anti-Republikaner-Stimmung aus und führte zu einer Welle von Erstwähler-Registrierungen, viele davon Frauen. Doch das Rennen um den Senat bleibt angesichts der näher rückenden Zwischenwahlen eine Zitterpartie. Es scheint, dass die Republikaner an Auftrieb zurückgewonnen haben, der ihnen über den US-Sommer abhandengekommen war.

Unter Berücksichtigung all dieser Faktoren sehen wir derzeit eine Eintretenswahrscheinlichkeit von etwa 80 Prozent für eine geteilte Regierung, bei der die Republikaner die vereinigte Regierung der Demokraten beenden. Entweder könnte dies durch einen geteilten Kongress, in dem die Republikaner eine der beiden Kammern übernehmen, oder durch eine «rote Welle», bei der die Republikaner den Sieg in beiden Kammern davontragen, geschehen. Aktuell zeigen die Umfrageergebnisse eine Wahrscheinlichkeit von etwa 45 Prozent für einen geteilten Kongress und 35 Prozent für eine «rote Welle» an. Mit derzeit 20 Prozent wäre die sogenannte «blaue Welle» ein wenig wahrscheinliches Szenario, bei dem die Demokraten unter einer vereinigten Regierung die vollständige Kontrolle über die US-Politik behalten würden.

Grafik 1: Anteil der Wähler, die die Demokraten bzw. die Republikaner in den Kongress wählen würden



Mögliche wirtschaftliche Folgen der Zwischenwahlen

Demokraten und Republikaner sind sich bei vielen Themen uneins, einschliesslich Bereichen wie Staatsausgaben für Klimaschutzprogramme und soziale Belange. Wenn die Republikaner im November die Kontrolle über mindestens eine Kammer des Kongresses übernehmen und es zu einer geteilten Regierung kommt, werden sie wahrscheinlich die Ausgaben von Präsident Biden für solche staatlichen Initiativen beschränken. Republikaner haben in der Vergangenheit ihre Macht im Kongress des Öfteren dazu verwendet, Demokraten zu Zugeständnissen zu zwingen. So nutzten sie etwa die Schuldenobergrenze des Landes, um Ausgabenwünsche abzuwehren, die der demokratischen Partei wichtig sind. Natürlich haben Demokraten solche Taktiken in ähnlichen Situationen auch gegen republikanische Präsidenten eingesetzt. Vor diesem Hintergrund betrachten wir die drei gerade beschriebenen Szenarios für die Ergebnisse der Zwischenwahl.

Die möglichen Herausforderungen eines geteilten Kongresses

Die grösste Veränderung des Status quo (einer vereinigten Regierung unter Führung der Demokraten) würde stattfinden, wenn die Republikaner die Kontrolle über mindestens eine der zwei Kammern erlangen würden, was eine geteilte Regierung zur Folge hätte. Ausgabenpläne, wie etwa Fiskalgesetze, müssen nämlich vom Repräsentantenhaus und vom Senat genehmigt werden. Darum erschwert eine geteilte Regierung jedem Präsidenten das Regieren, was beispielsweise bei der Verabschiedung von Haushaltsentwürfen im Kongress offensichtlich wird. Konkret würde dabei die Oppositionspartei (die Republikaner) ihre Macht im Kongress nutzen, um den Haushalt eines demokratischen Präsidenten zu blockieren. Dadurch würde ein geteilter Kongress oder ein vereinigter Kongress in republikanischer Hand zu einem erhöhten Risiko eines «Shutdown» führen. Dies geschah unter anderem zum Jahreswechsel 2018/19, als der republikanische Präsident Donald Trump versuchte, seinen Haushaltsentwurf von einem gespaltenen Kongress billigen zu lassen, und die Demokraten diesen blockierten. Ein Shutdown der Regierung, wie Ende 2018, stellt normalerweise eine kurzfristige Belastung für die Finanzmärkte dar, da er mit erhöhter Unsicherheit über die Staatsausgaben einhergeht und Regierungsangestellte nicht mehr bezahlt werden, wodurch die öffentlichen Dienstleistungen und der Konsum eingeschränkt werden.

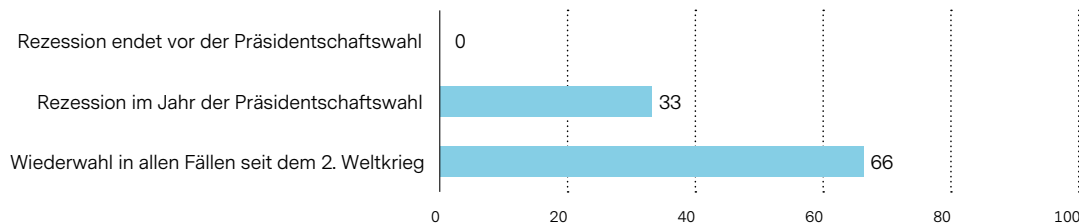
Sollte die US-Wirtschaft in eine Rezession rutschen – was angesichts der aktuellen geldpolitischen Straffung der US-Notenbank und der Teuerung, die die Verbraucher belastet, nicht unwahrscheinlich ist – wäre eine rasche Reaktion der Regierung in Form von erhöhten Staatsausgaben zur Stützung der Wirtschaft von entscheidender Bedeutung. Allerdings erschwert eine gespaltene Regierung die Zustimmung des Kongresses hierfür. Falls die US-Konjunktur beginnt, sich deutlich abzuschwächen, ist davon auszugehen, dass eine geteilte Regierung weniger schnell und umfassend mit Stützungsmaßnahmen reagieren würde als eine geeinte (demokratische) Regierung. Daher könnten sich die Zwischenwahlen vor dem aktuellen Hintergrund doch als besonders entscheidend für die Wirtschaft erweisen – schliesslich schwächt sich der wirtschaftliche Ausblick für die USA und die Welt gerade weiter ab.

An dieser Stelle sollte jedoch erwähnt werden, dass auch einer der republikanischen Flügel im Kongress zu abnehmender Haushaltsdisziplin neigt. Dies war bereits während der Präsidentschaft von Donald Trump zu beobachten, als die Pandemie einen Kurswechsel hin zu mehr staatlicher Unterstützung für Arbeitnehmer auslöste. Das könnte bedeuten, dass Konjunkturprogramme zur Bekämpfung einer Rezession selbst von einem gespaltenen Kongress genehmigt werden dürften, allerdings mit einer gewissen Verzögerung. Interessant ist vor dem aktuellen Hintergrund, dass US-Präsidenten, die ein oder zwei Jahre vor den Präsidentschaftswahlen gegen eine Rezession zu kämpfen hatten, in der Vergangenheit weniger häufig wiedergewählt wurden. Das bedeutet, dass die Republikaner im Falle einer tiefgreifenden Rezession in einen Interessenkonflikt geraten könnten, wenn sie einerseits die Wirtschaft stützen und andererseits die Chancen auf die Wahl eines republikanischen Präsidenten im Jahr 2024 erhöhen wollen. Man denke dabei nur an den Wahlkampf des Demokraten Bill Clinton gegen den Republikaner George H. W. Bush (der nur eine Amtszeit lang Präsident war) Anfang der 90er: Clinton setzte damals in Bezug auf den Umgang der republikanischen Regierung mit der damaligen Rezession erfolgreich den Slogan «it's the economy, stupid» ein (siehe Grafik 2).

Auf der anderen Seite könnte eine geteilte Regierung Präsident Biden dazu veranlassen, sich stärker in Bereichen zu engagieren, in denen ihm die Verfassung mehr Macht einräumt, zum Beispiel in der Aussen- und Handelspolitik. Er dürfte sich wohl intensiver auf diese Bereiche und weniger auf die Innenpolitik konzentrieren, um seine Führungsstärke und die seiner Partei unter Beweis zu stellen. Dadurch könnten die Zwischenwahlen auch Auswirkungen auf geopolitischer Ebene haben. Beispielsweise profitierte John F. Kennedy in den Umfragen eindeutig von seiner aussenpolitischen Strategie während der Kubakrise im Jahr 1962 (siehe Grafik 3).

Grafik 2: Die Wahrscheinlichkeit einer Wiederwahl des amtierenden US-Präsidenten sieht in einem Rezessionsszenario düster aus

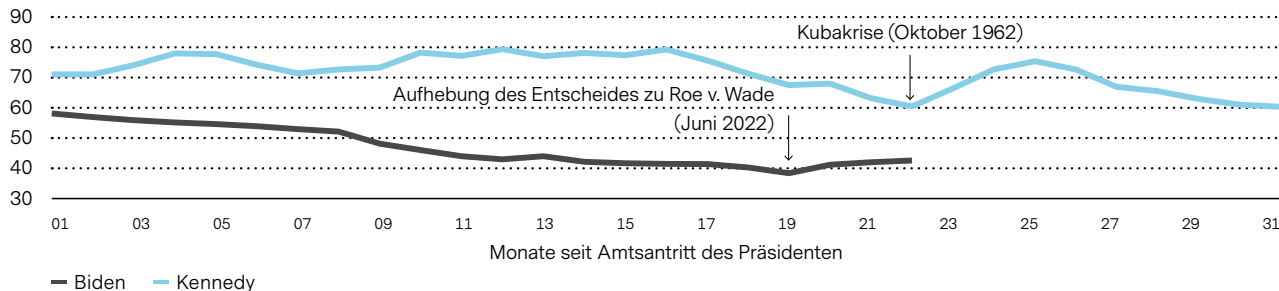
In %



Quelle: NBER, Federal Election Commission, Clerk des Repräsentantenhauses, Vontobel

Grafik 3: Zustimmungswerte von Joe Biden und John F. Kennedy: Könnte Biden's Rating ebenfalls von steigendem Druck von aussen profitieren?

Zustimmungsrate in %



Quelle: Real Clear Politics, Vontobel

Eine geteilte Regierung durch einen geteilten Kongress oder einen Erdrutschsieg der Republikaner – wo liegt der Unterschied?

Auf den ersten Blick scheint es kaum einen Unterschied zu machen, ob die Wahlen zu einem geteilten Kongress oder einem geeinten Kongress in republikanischer Hand führen werden, also zu einer Mehrheit der Republikaner in beiden Kammern. Wie vorstehend ausgeführt, würde es für Biden und die Demokraten bereits im Falle eines geteilten Kongresses bereits deutlich schwieriger werden, neue Gesetze zu erlassen.

Ein Erdrutschsieg der Republikaner gäbe diesen allerdings nicht nur die Möglichkeit, neue Haushaltsgesetze zu blockieren, sondern sie könnten auch das sogenannte Budget-Reconciliation-Verfahren («Budgetausgleichsverfahren») nutzen, um Gesetze zum Defizitabbau zu verabschieden. Das hätte reduzierte Haushaltsausgaben zur Folge und würde somit die Wachstumsimpulse für die Wirtschaft aufs Erste abschwächen. Hätten die Demokraten die Kontrolle über mindestens eine der Kammern, könnten sie dies wahrscheinlich verhindern. In den kommenden Jahren sind umfassende haushaltspolitische Änderungen jedoch unwahrscheinlich, selbst wenn die Republikaner beide Kammern dominieren: Die nächste wichtige Frist für Steuermaßnahmen durch den Kongress läuft noch bis 2025, und die Wahrscheinlichkeit, dass die Republikaner über mehr als 59 Sitze im Senat verfügen, sodass sie die sogenannte Verschleppungstaktik («Filibuster») durch die Demokraten unterbinden könnten, ist äusserst gering.

Da der Senat jedoch personellen Nominierungen des Präsidenten zustimmen muss – von den Richtern an Bundesbezirksgerichten bis hin zu den Verfassungsrichtern sowie Kabinettsmitgliedern und öffentlichen Ministern (z. B. Botschafter) – würde ein deutlicher Sieg der Republikaner es Präsident Biden und den Demokraten erheblich erschweren, diese Nominierungen vom Kongress bestätigen zu lassen. Das bedeutet, dass sich die politischen Auswirkungen eines Erdrutschsieges der Republikaner langfristig in gesellschaftlichen Veränderungen manifestieren würden, die durch die judikativen Prozesse und den Einfluss der Mehrheit im Senat auf die Richter und öffentlichen Funktionsträger entstünden. Denn diese Amtsträger sind dafür verantwortlich, Gesetze zu interpretieren, und legen auf diese Weise gesellschaftliche Normen fest. Die Republikaner müssen nur einen Sitz hinzugewinnen, um die Kontrolle über die Nominierungen des Präsidenten zu erlangen, wobei hier die Nominierungen für den Obersten Gerichtshof entscheidend sind (Supreme Court). Die jüngste Entscheidung des Supreme Court, das liberale Abtreibungsrecht («Roe vs. Wade»-Urteil) zu kippen, macht deutlich, wie weitreichend die Folgen richterlicher Massnahmen für die Gesellschaft sein können. Nach dem Abtritt des Richters Stephen Breyer in diesem Jahr sollten in naher Zukunft allerdings keine weiteren personellen Änderungen im Supreme Court und damit auch keine neuen Nominierungen anstehen.

«Blaue Welle»: Ein Erdrutschsieg der Demokraten

Im Falle eines Erdrutschsieges der Demokraten würden diese die vollständige Kontrolle über beide Kammern behalten und der Präsident könnte Fiskalprogramme wesentlich einfacher durch den Kongress bringen. Würde eine Rezession eintreten, könnten gezielte Konjunkturpakete mit voller Unterstützung von einem demokratisch dominierten Kongress verabschiedet werden. Für das Wachstum wäre dies positiv, falls sich die wirtschaftliche Lage in den USA rasch verschlechtern sollte. In einem solchen Szenario würde eine geeinte demokratische Regierung aller Voraussicht nach eine schnellere und umfassendere fiskalpolitische (und regulatorische) Reaktion bedeuten. Allerdings dürften solche Stützungsprogramme mit erhöhten Staatsausgaben und einem grösseren Haushaltsdefizit einhergehen. Früher oder später wird eine solche Politik Steuererhöhungen nach sich ziehen, wenn die öffentliche Verschuldung wieder reduziert oder immerhin konstant gehalten werden muss.

Eine solch expansive Fiskalpolitik stünde zudem – vor allem, wenn sie proaktiv umgesetzt wird – im Widerspruch zu der aktuell restriktiven Geldpolitik der US-Notenbank. Im Kampf gegen die Inflation, die so hoch ist wie seit den 1980er-Jahren nicht mehr, will diese die Konjunktur gezielt dämpfen. Die jüngsten Ereignisse in Grossbritannien, wo widersprüchliche geld- und fiskalpolitische Strategien zwischen der Regierungspartei und der Zentralbank eine negative Marktreaktion hervorriefen, zeigen, welch hohe Risiken solche Unstimmigkeiten für die Finanzmärkte bergen kann.

Hätten die Demokraten die vollständige Kontrolle über den Kongress, würde dies jedoch auch dem linken Flügel der Partei mehr politische Macht verleihen. Es ist damit zu rechnen, dass eine geeinte demokratische Regierung eine stärkere Regulierung sowohl im Umweltbereich als auch im Technologiesektor herbeiführen würde. Da es jedoch unwahrscheinlich ist, dass die Demokraten mehr als neun Sitze im Senat hinzugewinnen, werden sie voraussichtlich nicht die Schwelle von 60 Stimmen erreichen, die erforderlich sind, um Beschlüsse ganz ohne Zustimmung der Republikaner zu fassen. Somit dürften sich Veränderungen auch in diesen Bereichen in Grenzen halten. Nichtsdestoweniger wären schärfere Regulierungsmassnahmen im Falle eines von den Demokraten kontrollierten Senats wahrscheinlicher.

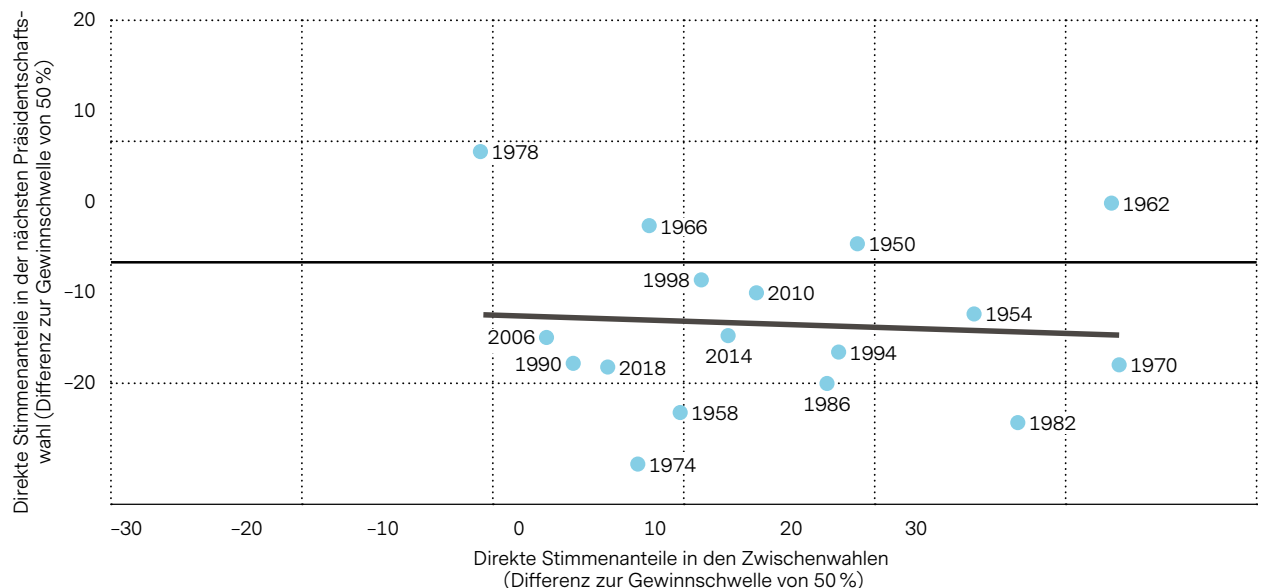
Einfluss der US-Zwischenwahlen auf die Präsidentschaftswahl in 2024

Anhand der Ergebnisse der Zwischenwahlen lässt sich normalerweise nicht zuverlässig vorhersagen, ob ein Präsident bei den nächsten Wahlen wiedergewählt wird. Sowohl Bill Clinton als auch Barack Obama erlitten in den Zwischenwahlen herbe Verluste und wurden dennoch klar wiedergewählt. Empirische Daten zeigen zudem, dass die Vorhersagekraft in Bezug auf die direkten Stimmenanteile im Volk – das heisst, nicht die Frage, wer Präsident wird, sondern welche Partei die meisten Einzelstimmen auf sich vereinen kann – darauf schliessen lässt, dass es für amtierende Präsidenten «normal» ist, Stimmen bei den Zwischenwahlen einzubüssen, diese jedoch bei der Wahl für eine zweite Amtszeit wieder gutzumachen. Das deutet darauf hin, dass sogar eine negative Korrelation zwischen den Ergebnissen der Zwischenwahlen und der Präsidentschaftswahlen bestehen könnte (siehe Grafik 4).

Worauf ist zu achten?

Bei den Republikanern aufmerksam verfolgt werden, wie von Donald Trump unterstützte Kandidaten in den Zwischenwahlen abschneiden – sowohl bei den Gouverneurswahlen als auch bei den Kongresswahlen. Es wird erwartet, dass der Erfolg der von Trump unterstützten Kandidaten bei diesen Zwischenwahlen auf seine Macht innerhalb der republikanischen Partei und damit auf die Wahrscheinlichkeit hindeutet, dass er als Kandidat der Republikaner bei den nächsten Präsidentschaftswahlen im Jahr 2024 aufgestellt wird. Wenn die Republikaner bei den Zwischenwahlen die Kontrolle über das Repräsentantenhaus übernehmen, wäre ein klares Zeichen für Trumps Macht innerhalb der republikanischen Partei die Auflösung des «January 6 Committee». Dieser Ausschuss untersucht derzeit die Rolle von Donald Trump beim Angriff auf das US-Kapitol einige Tage vor der Amtseinführung von Präsident Biden am 20. Januar 2021.

Grafik 4: Statistisch gesehen haben Zwischenwahl-Ergebnisse keine Vorhersagekraft für die nächsten Präsidentschaftswahlen



Bei den Demokraten wird interessant zu beobachten sein, ob sie bei diesen Zwischenwahlen einen grossen Anteil der Stimmen der Hispanoamerikaner mobilisieren können. Dies ist entscheidend, da diese Gruppe verbreitet als ungenutztes Wählerreservoir der Demokraten gilt. Wenn Präsident Biden bei den Zwischenwahlen im November die Unterstützung der hispanoamerikanischen Wählerschaft gewinnt, dann steigen die Chancen, dass er als Präsidentschaftskandidat im Jahr 2024 mit Unterstützung aller Flügel der demokratischen Partei wieder antritt.

Es gibt derzeit im Kongress eine überparteiliche Anstrengung, ein von beiden Parteimitgliedern unterstütztes Gesetz zur Reform des «Election Count Act of 1887» zu verabschieden. Wenn dieses Vorhaben vor den nächsten Präsidentschaftswahlen gelingt, könnte es dazu beitragen, die aktuelle politische Polarisierung in den USA zu reduzieren und Zweifel bestimmter Wählergruppen an der Integrität des US-Wahlsystems abzubauen. Es könnte die Wahrscheinlichkeit verringern, dass Wahlstreitigkeiten nach der Präsidentschaftswahl 2024 ausarten. Dieses Szenario gibt nach den Reaktionen auf die Wahlergebnisse 2020, einschliesslich des oben genannten Angriffs auf das US-Kapitol, Anlass zur Sorge. Diese von den Demokraten eingeleitete Reform des Wahlrechts hätte (bei sonst gleichen Ausgangsbedingungen) grössere Chancen, im Kongress verabschiedet zu werden, wenn die Ergebnisse der Zwischenwahlen zu einem Erdrutschsieg der Demokraten führen oder zumindest keine grossen Erfolge für die von Donald Trump unterstützten republikanische Kandidaten erkennen lassen würden.

Biden gegen Trump: die Fortsetzung in 2024?

Viele glauben, dass Donald Trump zahlreiche Gründe hat, sich erneut für das Amt des Präsidenten zur Wahl zu stellen. Erstens könnte er so sein Scheitern im Kampf um eine zweite Amtszeit wettmachen und sich von den anderen Präsidenten abheben, denen dies seit 1933 nicht gelungen ist – Jimmy Carter, George H.W. Bush und Gerald Ford. Zweitens könnte er davon ausgehen, dass eine Kandidatur ihm eine bestimmte partielle Immunität gegen verschiedene gegen ihn laufende Anklagen geben oder zumindest sicherstellen würde, dass diese mit besonderer Vorsicht behandelt werden. Drittens erhält er immer noch mehr mediale Aufmerksamkeit von den Medien als jeder andere republikanische Politiker.

Wenn Trump erneut zur Präsidentschaftswahl antritt und die Nominierung der Republikaner im Jahr 2024 gewinnt, dann hätten die Demokraten gute Gründe, Joe Biden als seinen Gegenkandidaten auszuwählen. Biden hat bereits gezeigt, dass er gegen Trump gewinnen kann. Dieses Mal hat Biden jedoch eine Reihe anderer Probleme: Im Jahr 2024 wird er 82 Jahre alt sein und kritische Stimmen fragen bereits, ob sein Alter mit den anstrengenden Aufgaben des Präsidentenamts vereinbar ist. Ein geteilter Kongress würde wahrscheinlich dazu führen, dass seine Vorhaben und Initiativen blockiert werden und dies könnte zusammen mit seinem steigenden Alter in die Hände derjenigen spielen, die ihn in einem negativen Licht oder als ineffektiv erscheinen lassen wollen. Das positive Momentum von Bidens Politik ist in letzter Zeit wieder ins Stocken geraten. Sollten die Demokraten die Kontrolle im Senat behalten, dann könnte dieses allerdings wieder zunehmen, da er dann in der Lage sein würde, in Fragen der Verfassung und Rechtsprechung aktiver zu werden. Die Unterstützung der Wähler für die Demokraten ist gestiegen, nachdem der US Supreme Court das Recht auf Abtreibung (Roe v Wade) gekippt hat (siehe Grafik 3 mit den Zustimmungswerten von Biden).

Es gibt viele weitere potenzielle Kandidaten. Bei den Demokraten sind etwa Verkehrsminister Pete Buttigieg und Vizepräsidentin Kamala Harris zu nennen. Es ist auch denkbar, dass einige demokratische Präsidentschaftskandidaten noch gar nicht auf dem Radar sind, wie beispielsweise Obama, der erst in den zwei Jahren vor den Präsidentschaftswahlen 2008 plötzlich als ernstzunehmender Kandidat aufgetaucht ist. Bei den Republikanern sticht Ron de Santis, der Gouverneur von Florida, als «Trump Light» heraus. Ebenso dürfte Mike Pence, der Donald Trumps Vizepräsident war, wohl keine Probleme haben, gegen ihn in 2024 anzutreten, da ihre Beziehung sich nach dem Sieg Bidens im Jahr 2020 merklich abgekühlt hat.

US-Zwischenwahlen, Parteikongress in China und die geopolitischen Folgen

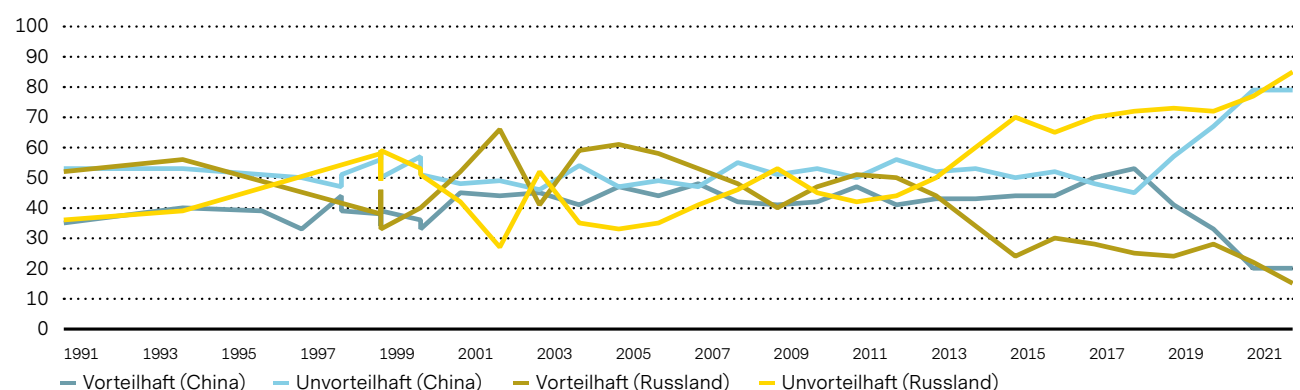
Es ist unwahrscheinlich, dass es nach den Zwischenwahlen oder den Präsidentschaftswahlen 2024 erhebliche Änderungen der aussenpolitischen Strategie der USA geben wird. Grund hierfür ist, dass sich die US-Aussenpolitik stark auf China und Russland konzentriert und in Bezug auf diese Länder eine grosse überparteiliche Einigkeit besteht: Wähler aus beiden Lagern äussern mehrheitlich eine negative Haltung in Umfragen, was Ausdruck eines langfristigen Trends ist, der sich kurzfristig wohl kaum ändern dürfte. Dies sollte dafür sorgen, dass die Aussenpolitik des Landes in Bezug auf Russland und China den aktuellen Kurs fortsetzen wird (siehe Grafik 5).

Was den speziellen Fall Chinas angeht, dürfte sich das angespannte Verhältnis zwischen beiden Ländern in Zukunft nicht verbessern. Bidens Aussagen zur Unterstützung der Unabhängigkeit Taiwans und der Besuch von US-Vertretern in der Landeshauptstadt Taipeh im letzten Quartal tragen ebenfalls hierzu bei. Darüber hinaus hat Biden Exporte von US-Technologie nach China weiter beschränkt und damit die anhaltenden Modernisierungsanstrengungen des Landes erschwert.

Doch auch wenn sich die Ansichten von US-Wählern und -Vertretern womöglich nicht ändern, könnte die Person, die es 2024 ins Präsidentenamt schafft, einen Kurswechsel in der US-Aussenpolitik einläuten. Ein erneuter Präsident Trump (oder ein Trump-ähnlicher Präsident) könnte ein echter «Game Changer» sein und sich auf die Art und Weise auswirken, wie Verhandlungen zwischen den USA und anderen Nationen geführt werden. Das gilt besonders für Russland. Es ist nicht klar, wie Trump oder ein Trump-ähnlicher Präsident reagieren würde, wenn der derzeitige russische Krieg gegen die Ukraine anhält. Trump konnte oder wollte strategische Bündnisse mit geopolitisch wichtigen Partnern wie der EU nicht festigen. Ebenso wenig hat er während seiner Amtszeit neue Allianzen geschmiedet – im Gegensatz zu Präsident Biden, der die Bündnisse Quadrilateral Security Dialogue (Quad) und AUKUS (Australien-Grossbritannien-USA) geschlossen hat. Eine zweite Amtszeit von Trump würde sehr wahrscheinlich zunächst zu mehr Unsicherheit in Bezug auf die US-Aussenpolitik führen. Wenn er die USA aus globalen Führungsgremien und Bündnissen zurückziehen würde, dann könnte seine Wiederwahl ein Vakuum für andere Akteure mit starken geopolitischen Ambitionen schaffen, etwa für China und Russland. Bei dieser Thematik ist es wichtig anzumerken, dass Trump während seiner ersten Amtszeit mit dem Rückzug aus der NATO drohte und mitten in der Coronavirus-Pandemie die US-Zahlungen für die Weltgesundheitsorganisation ausgesetzt hat.

Grafik 5: Die Meinung der US-Amerikaner zu China und Russland ist parteiübergreifend negativer geworden

In % aller Antworten



Quelle: Gallup, Vontobel

Wird die Wiederwahl von Xi die ausserpolitische «Grand Strategy» Chinas und das Verhältnis zu den USA verändern?

Es ist unwahrscheinlich, dass die Wiederwahl von Xi Jinping als Vorsitzender der Kommunistischen Partei Chinas am 22. Oktober die längerfristige ausserpolitische Strategie des Landes ändern wird. Auf dem Parteikongress bekräftigte er die derzeitigen Grundsätze der Politik seiner Partei und betonte in seiner grossen Rede Themen wie die nationale Sicherheit und Verteidigung noch stärker als im Jahr 2017.¹ Darüber hinaus wiederholte er das Ziel der Kommunistischen Partei, sich mit Taiwan «wiederzuvereinigen», und dass auch eine gewaltsame Wiedervereinigung eine Option bleibt. Es wird aufschlussreich sein, die Reaktion Chinas auf die Ergebnisse der Zwischenwahlen in Taiwan zu beobachten, die Ende November stattfinden sollen. Diese dürfte die aktuelle Haltung der Kommunistischen Partei Chinas zu Taiwan deutlicher erkennbar machen.

Gibt es etwas, was den derzeitigen Kurs der Regierung von Xi ändern könnte? Während der nächsten ein oder zwei Jahre, zu Beginn seiner neuen Amtszeit, scheint Xi einen kurzfristigen Anreiz zu haben, das Wachstum wieder auf ein besseres Niveau zu bringen, nachdem die Konjunktur in den letzten zwei Quartalen erheblich nachgelassen hatte. Wenn wir Anzeichen dafür sehen werden, dass die Regierung von Xi damit beginnt, die fiskal- und geldpolitische Unterstützung weiter zu steigern (was eine Notenbankpolitik zur Folge hätte, die die Kreditvergabe und damit den Immobiliensektor stützt), eine Deregulierung des Technologiesektors zu veranlassen, monetäre und finanzielle Regulierungen zu lockern und eine vorsichtige Öffnung der «Null-Covid»-Politik vorzunehmen, um das Wachstum anzukurbeln, dann sehen wir womöglich ebenfalls den Versuch Chinas, dies durch die Verbesserung der Beziehungen mit seinen wichtigsten Handelspartnern abseits der USA zu erreichen, wie z. B. mit der EU, Japan und Südkorea.

Jedoch deuteten die Aussagen auf dem Parteitag im Oktober darauf hin, dass die Kommunistische Partei Sicherheitsfragen grössere Bedeutung beimisst als dem Wirtschaftswachstum.² Darüber hinaus haben die Finanzmärkte einen Tag nach dem Ende des Parteitages der Kommunistischen Partei ein klares erstes Urteil gefällt, als der Aktienindex in Hongkong in seiner schlechtesten Entwicklung nach einem Parteitag seit seiner Auflegung im Jahr 1994 sieben Prozent einbüsste und Ausländer einen Rekord-Nettobetrag von 17,9 Milliarden Yuan verkauften.³ Es scheint daher falsch, langfristig eine stetige Annäherung zwischen China und seinen geopolitischen Partnern zu erwarten. Grund hierfür ist nicht nur die Prioritätensetzung von Xi – die Regierungen der wichtigsten Handelspartner Chinas sind zögerlich geworden, die Beziehung mit dem asiatischen Schwergewicht zu pflegen, wie beispielsweise aus den Aussagen der EU-Staats- und Regierungschefs bei der letzten Tagung des Europäischen Rates deutlich wurde.⁴ Die Europäische Union, der zweitgrösste Handelspartner Chinas nach den ASEAN-Staaten, überdenkt ihre Abhängigkeit von China, vor allem angesichts der aktuellen Schwierigkeiten Europas mit der Energieversorgung durch Russland.

Langfristig betrachtet deutet der jüngste Kongress der Kommunistischen Partei nicht darauf hin, dass die aktuelle chinesische Führung von ihrer ausserpolitischen Gesamtstrategie abrücken wird. Aus dem derzeitigen Informationsstand lässt sich schlussfolgern, dass ein Kurswechsel der Regierung von Xi Jinping wohl dann am wahrscheinlichsten wäre, wenn sich die Wirtschaft über längere Zeit sehr schwach entwickeln würde. In diesem Fall könnten verschiedene Formen von Gegenbewegungen eine politische Wende auslösen, mit der sowohl die Bevölkerung als auch die Kommunistische Partei auf einen ausgeprägten wirtschaftlichen Abschwung reagieren würde. Dies könnte den Weg für eine wirtschaftsfreundlichere Neuausrichtung der Regierungsstrategie ebnen. Angesichts der gefestigten Position von Xi Jinping und seinen Verbündeten innerhalb der chinesischen Machtelite ist dies aktuell allerdings ein sehr unwahrscheinliches Szenario.

¹ Hier ist beispielsweise die Anzahl der Schlagwörter in der Rede von Xi zu beachten, die ein Beleg für eine solche politische Richtung sind (Reuters: [reuters.com/world/china/chinas-xi-open-20th-communist-party-congress-2022-10-15/](https://www.reuters.com/world/china/chinas-xi-open-20th-communist-party-congress-2022-10-15/) oder Politico: [politico.com/news-letters/politico-china-watcher/2022/10/20/xi-jinpings-20th-party-congress-victory-lap-bodes-ill-for-u-s-china-relations-00062578](https://www.politico.com/news-letters/politico-china-watcher/2022/10/20/xi-jinpings-20th-party-congress-victory-lap-bodes-ill-for-u-s-china-relations-00062578))

² Neben der Analyse von Schlagwörtern aus der Rede von Xi Jinping gibt es weitere Anzeichen dafür, dass die chinesische Regierung sich künftig weniger auf die Wirtschaft konzentrieren wird: Der Financial Times zufolge nahmen deutlich weniger Geschäftsleute am jüngsten Kongress der Kommunistischen Partei teil als in der Vergangenheit (siehe: [ft.com/content/c6ea87de-8b25-43b3-bf9a-f59c1bd1e040](https://www.ft.com/content/c6ea87de-8b25-43b3-bf9a-f59c1bd1e040)). Einen weiteren Hinweis geben die personellen Veränderungen im Ständigen Ausschuss des Politbüros, dem höchsten Führungsorgan der Kommunistischen Partei: Die Neubesetzungen sind enge Vertraute von Xi Jinping, die bereits zuvor allesamt für ihn gearbeitet haben und nicht für eine Priorisierung der wirtschaftlichen Entwicklung bekannt sind.

³ Siehe Bloomberg: [bloomberg.com/news/articles/2022-10-25/foreigners-flee-china-stocks-at-record-pace-as-panic-spreads#xj4y7vzkg](https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-25/foreigners-flee-china-stocks-at-record-pace-as-panic-spreads#xj4y7vzkg)

⁴ Die EU-Staats- und Regierungschefs diskutieren vor dem Hintergrund der aktuellen Energiekrise über den zukünftigen Umgang mit China und wollen versuchen, ihre wirtschaftliche und politische Abhängigkeit von anderen Ländern zu verringern, siehe zum Beispiel Le Monde ([lemonde.fr/en/international/article/2022/10/21/eu-not-looking-for-systematic-confrontation-with-china_6001242_4.html](https://www.lemonde.fr/en/international/article/2022/10/21/eu-not-looking-for-systematic-confrontation-with-china_6001242_4.html)) und das Einladungsschreiben des Präsidenten des Europäischen Rates, der einen entsprechenden Gedankenaustausch ankündigt ([consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2022/10/18/invitation-letter-by-president-charles-michel-to-the-members-of-the-european-council-ahead-of-their-meeting-on-20-and-21-october-2022/](https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2022/10/18/invitation-letter-by-president-charles-michel-to-the-members-of-the-european-council-ahead-of-their-meeting-on-20-and-21-october-2022/))

Worauf Anleger achten sollten

In der Vergangenheit haben sich die US-Aktienmärkte im Quartal der US-Zwischenwahlen und den beiden darauffolgenden Quartalen meist relativ gut entwickelt. Diese Aussage ist jedoch mit Vorsicht zu geniessen, da unterjährige Saisonalität hier ebenfalls eine Rolle spielt (siehe Grafik 6). Momentan scheinen wirtschaftliche und geldpolitische Faktoren allerdings aussergewöhnlich stark ins Gewicht zu fallen. Es wird allgemein erwartet, dass die geldpolitische Straffung der Notenbank und die hohen Verbraucherpreise über die kommenden Quartale in einem dürftigen Wachstum, wenn nicht sogar in einer Rezession in den USA münden werden. Das bedeutet, dass der üblicherweise positive Effekt der Zwischenwahlen, weil sie die Unsicherheit an den Märkten meist reduzieren, dieses Mal für Aktien weniger ausgeprägt sein dürfte.

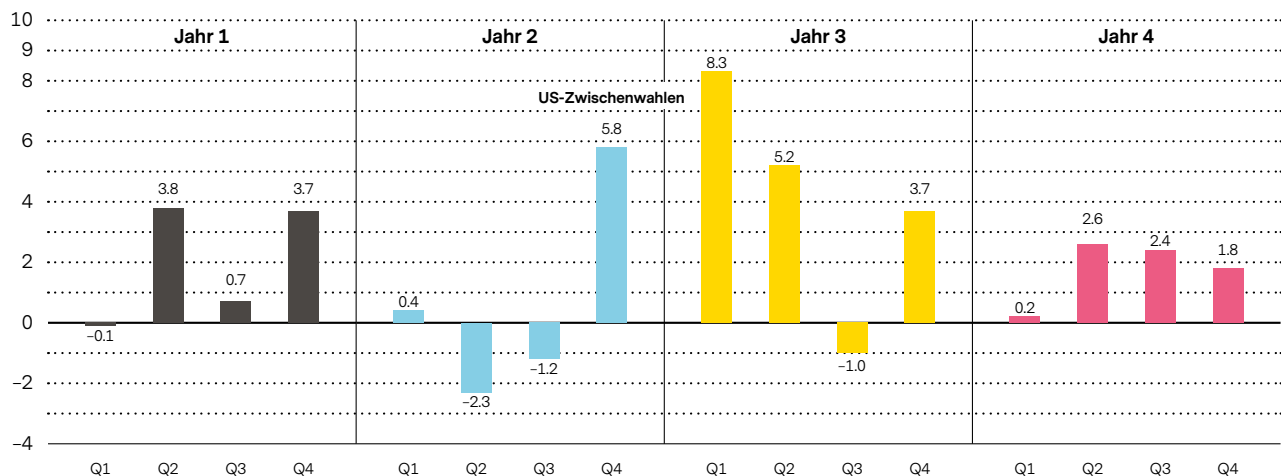
In welchem Fall hätten die US-Zwischenwahlen deutlichen Einfluss auf die Finanzmärkte? Sofern das «Trump-Lager» der Republikaner keine eindeutige Unterstützung durch die Wählerschaft erfährt und die Demokraten keinen Erdrutschsieg einfahren, gehen wir davon aus, dass der Einfluss der Zwischenwahlen auf die Finanzmärkte begrenzt bleiben wird. Das liegt daran, dass eine geteilte Regierung bereits eingepreist zu sein scheint. Falls die Demokraten jedoch als klare Sieger hervorgehen, würde die Reaktion der Finanzmärkte massgeblich davon abhängen, ob die Anleger eine tiefgreifende Rezession

erwarten. Das ist der entscheidende makroökonomische Punkt. Rechnen die Anleger mit einer bevorstehenden tiefgreifenden Rezession, dann rückt die Frage in den Vordergrund, ob die Regierung in der Lage sein wird, einen stärkeren wirtschaftlichen Abschwung (entweder reaktiv oder proaktiv) abzufedern. Würden in diesem Fall die Demokraten die Wahl eindeutig für sich entscheiden, bestünde für sie ein starker Anreiz, proaktive und umfassende Massnahmen zu ergreifen. Schliesslich schafft eine Rezession im Allgemeinen ungünstige Voraussetzungen für eine Partei, die ihrem Präsidenten eine zweite Amtszeit sichern möchte. Falls die Anleger hingegen keine schwere Rezession erwarten, werden sich die Zwischenwahlen vermutlich kaum auf die Finanzmärkte auswirken.

Ein Erdrutschsieg der Demokraten könnte sogar als negatives Zeichen betrachtet werden, da eine starke, proaktive fiskalpolitische Unterstützung der Wirtschaft im Widerspruch zur Strategie der US-Notenbank stehen würde, die ihre Geldpolitik derzeit stark restriktiv ausrichtet, um die rekordhohe Inflation einzudämmen. Die jüngsten Ereignisse in Grossbritannien, wo Geld- und Fiskalpolitik im Widerspruch aufeinanderprallten, machen deutlich, dass dies ein Risiko für die Finanzmärkte darstellen würde. Ausserdem könnten die Sektoren des Aktienmarktes unter Druck geraten, in denen die Demokraten eine strengere Regulierung anzustreben scheinen, wie Internetplattformen oder die Energiebranche.

Grafik 6: Die Zwischenwahlen sind normalerweise ein guter Zeitpunkt, um US-Aktien zu kaufen

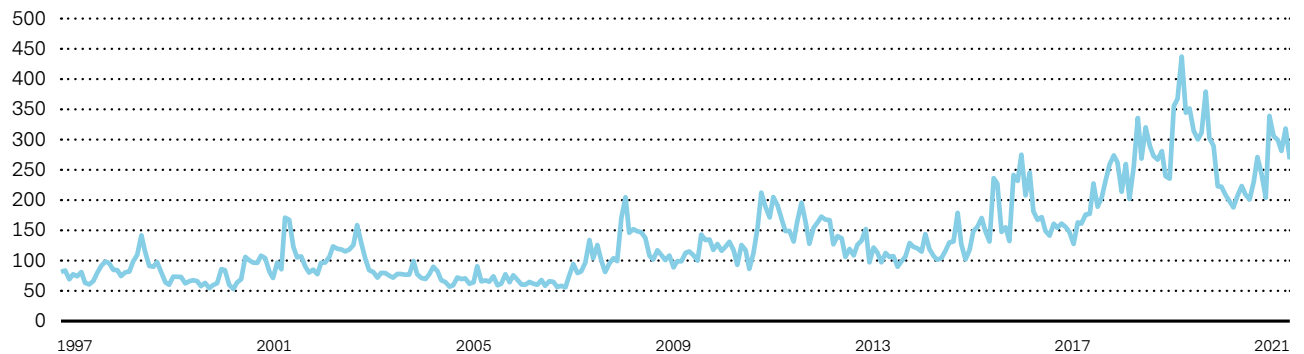
Durchschnittliche Rendite pro Quartal über den Vierjahreszyklus der US-Präsidentschaft (1968–2020) in %



Quelle: Refinitiv Datastream, Clerk of the House of Representative, Vontobel

Grafik 7: Index für die Unsicherheit der globalen Wirtschaftspolitik tendiert in den vergangenen zehn Jahren aufwärts

Indexpunkte



Quelle: Baker, Bloom and Davis, Refinitiv Datastream, Vontobel

Falls aber die Senatoren und Gouverneure, die Trump unterstützt, bei den Zwischenwahlen sehr erfolgreich abschneiden, würde dies als deutliches Anzeichen gewertet werden, dass Trump bei der Präsidentschaftswahl 2024 erneut antreten wird. Dadurch könnten die Zwischenwahlergebnisse aus geopolitischer Sicht relevanter werden, da eine Kandidatur von Trump wohl erhöhte aussenpolitische Unsicherheit schüren würde. Dafür sprechen die Erfahrungen während seiner Amtszeit als Präsident, als er mit dem Austritt der USA aus der NATO drohte.

Wenn wir auf die Präsidentschaftswahlen in 2024 vorausschauen, dann könnte die zuvor genannte, parteiübergreifend angestrebte Reform des Electoral Count Act von 1887 ein positives Signal aussenden, falls der Kongress diese verabschieden würde. Mit der Nachbesserung des Gesetzes von 1887 würden Unklarheiten in Bezug auf die Auszählung der Stimmen ausgeräumt und das Wahlsystem für die bevorstehende Präsidentschaftswahl gestärkt. Durch mehr rechtliche Klarheit könnte die Wahlrechtsreform der derzeitigen sozialen und politischen Instabilität und Polarisierung in den USA entgegenwirken. Und sie würde die Angst der Anleger vor potenziellen Ausschreitungen im Anschluss an die Präsidentschaftswahl wahrscheinlich reduzieren.

Die geopolitische Unsicherheit dürfte nach einer kurzen Entspannung langfristig anhalten

Welche Schlüsse lassen sich also für die Geopolitik ziehen? Selbstverständlich herrschen derzeit viele Konflikte, die verhindern können, dass die geopolitische Unsicherheit kurz-, aber auch langfristig nachlässt – darunter der andauernde Krieg in der Ukraine und der damit verbundene Wandel der europäischen Sicherheitsarchitektur, sowie der Streit um das Atomabkommen mit dem Iran

und seine Auswirkungen auf den Nahen Osten. Doch selbst, wenn wir zur Vereinfachung der Analyse alle anderen Konflikte ausser Acht lassen: Der Machtkampf zwischen den USA und China wird uns wohl langfristig begleiten. Kurzfristig betrachtet, dürfte das Wirtschaftswachstum weiterhin eine entscheidende Rolle für Xi Jinping spielen, um nach den schwierigen Jahren der Pandemie und den schwachen Wachstumsraten der vergangenen Quartale die innenpolitische Stabilität zu sichern. Auch wenn die chinesische Führung dafür von der vorstehend erwähnten Priorisierung auf das längerfristige Ziel der nationalen Sicherheit, wie es Xi während des jüngsten Kongresses der Kommunistischen Partei Chinas verkündet hat, kurzfristig wohl abweichen muss. Chinas Anreiz, sein Wirtschaftswachstum durch eine Verbesserung der Beziehungen zu den wichtigsten Handelspartnern (sogar zu den USA) anzukurbeln, könnte darum die geopolitische Unsicherheit kurzfristig verringern. Berücksichtigt man die jüngsten Entwicklungen in China und die Szenarien, die wir für die bevorstehenden US-Wahlen beschrieben haben, scheint es jedoch unwahrscheinlich, dass die aktuelle geopolitische Unsicherheit langfristig durch die beiden Schwergewichte reduziert wird (siehe Grafik 7).

Das könnte dazu führen, dass sich geopolitische Blöcke bilden, die jeweils von den USA und China angeführt werden. Entscheidend wäre dabei unter anderem, wie sich die EU als global drittgrößte wirtschaftliche und politische Kraft gegenüber China und den USA positionieren würde. Wir werden die nächsten Schritte von Brüssel, Washington und Peking genau im Auge behalten, gehen aber nicht davon aus, dass die aktuellen Entwicklungen in China oder die US-Zwischenwahlen langfristig etwas an der Richtung der aktuellen geopolitischen Unsicherheit ändern werden.

Wichtige rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden von der Vontobel Holding AG in Zusammenarbeit mit ihren verbundenen Unternehmen und Niederlassungen oder mit einem verbundenen Unternehmen der Vontobel Holding AG («Vontobel», «wir» oder «uns») erstellt und können von den nachfolgend genannten Gesellschaften veröffentlicht werden. Die Informationen sind jedoch nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch eine natürliche oder juristische Person in einer Rechtsordnung oder einem Land bestimmt, in der/dem eine solche Verbreitung oder Nutzung gegen geltende Gesetze oder Vorschriften verstossen würde oder die Vontobel einer Registrierungspflicht innerhalb dieser Rechtsordnung oder dieses Landes unterwerfen würde. Vontobel gibt keine Zusicherungen ab, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen für die Verwendung an allen Standorten oder durch alle Leser geeignet sind.

Dieses Dokument stellt weder direkt noch indirekt in irgendeiner Rechtsordnung eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung an die Öffentlichkeit oder anderweitig dar, ein Finanzinstrument zu zeichnen, zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen, und ist nicht entsprechend auszuliegen. Dieses Dokument enthält möglicherweise Informationen zu weltweiten Produkten und Dienstleistungen, von denen nicht alle in jedem Land verfügbar sind. Ein Verweis auf ein Produkt in diesem Dokument bedeutet nicht, dass ein solches Produkt und/oder eine solche Dienstleistung an sämtlichen Orten verfügbar ist. Die in diesem Dokument genannten Produkte und/oder Dienstleistungen können je nach Land, in dem sie genutzt werden, unterschiedlichen regulatorischen Anforderungen unterliegen. Bitte beachten Sie, dass sich bestimmte Abschnitte in diesem Dokument daher nur an bestimmte Kunden und/oder Spezialisten oder Zielgruppen in bestimmten Ländern richten. Die Informationen in diesem Dokument sind nicht als Werbung für ein bestimmtes Produkt oder den Einsatz eines bestimmten Produktes zu verstehen, das nach den gesetzlichen Bestimmungen Ihres Wohnsitzlandes unzulässig ist, sondern dienen ausschliesslich Informationszwecken. Einige der in dieser Publikation enthaltenen Angaben basieren auf zukunftsgerichteten Aussagen, Informationen und Meinungen, einschliesslich Beschreibungen erwarteter Veränderungen an den Märkten und Erwartungen künftiger Aktivitäten von Ländern, Märkten und/oder Anlagen. Wir vertreten die Auffassung, dass diese Aussagen, Informationen und Meinungen auf angemessenen Schätzungen und Annahmen beruhen. Die tatsächlichen Ereignisse oder Ergebnisse können wesentlich davon abweichen; daher wird davon abgeraten, sich in unangemessener Weise auf die besagten zukunftsgerichteten Informationen zu verlassen.

Vontobel übernimmt keinerlei Garantie bezüglich der Vollständigkeit und Richtigkeit der Informationen in diesem Dokument oder dessen möglicher Verteilung. Das bedeutet, dass alle Leser und das Zielpublikum die Informationen umsichtig bewerten sollten. Weder Vontobel noch eine andere Partei, die an der Erstellung, Produktion oder Bereitstellung dieses Dokuments an die Leser/das Zielpublikum beteiligt ist, sind für direkte, indirekte, Neben-, Folge- oder Strafschäden haftbar, die aus dem Zugriff auf dieses Dokument, seiner Nutzung oder der Unfähigkeit seiner Nutzung sowie aufgrund von inhaltlichen Fehlern oder Auslassungen entstehen. Wir weisen darauf hin, dass der Ausschluss impliziter Garantien in einigen Rechtsordnungen nicht zulässig ist, sodass der vorstehende Ausschluss in bestimmten Ländern möglicherweise nicht gilt.

Obwohl Vontobel sich bemüht, sicherzustellen, dass die Informationen korrekt und aktuell sind, können sie Unrichtigkeiten oder Tippfehler enthalten. Vontobel behält sich das Recht vor, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen jederzeit ohne vorherige Ankündigung zu ändern, zu korrigieren und/oder zu verbessern.

USA: Vertrieben an US-Personen durch Vontobel Asset Management, Inc. (VAMUS), Vontobel Swiss Financial Advisers AG (Vontobel SFA), Vontobel Swiss Wealth Advisors AG (VSWA) und Vontobel Securities Ltd. (VONSEC). VAMUS und VSWA sind bei der U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) als Anlageberater nach dem U.S. Investment Advisers Act von 1940 registriert. VONSEC ist als Broker-Dealer bei der SEC nach dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 in der jeweils gültigen Fassung registriert und ist Mitglied der Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (FINRA). VAMUS, in der jeweils gültigen Form, VSWA und VONSEC sind hundertprozentige Tochtergesellschaften der Vontobel Holding AG, Zürich, Schweiz. VONSEC übernimmt die Verantwortung für den Inhalt eines Berichts, der von einer Nicht-US-Tochtergesellschaft erstellt wurde, wenn VONSEC den Bericht an US-Personen verteilt. **Kanada:** Vontobel führt seine Anlage- und Geschäftsaktivitäten wie folgt aus: Vontobel Asset Management Inc. nimmt die International Adviser Exemption (Ausnahme für internationale Berater) in den Provinzen Alberta, British Columbia, Saskatchewan, Ontario und Quebec sowie die Investment Fund Manager Exemption (Ausnahme für Investmentfondsmanager) in Ontario und Quebec in Anspruch. Vontobel Asset Management AG nimmt die Investment Fund Manager Exemption in den Provinzen Ontario und Quebec in Anspruch. **USA (Offshore) und Lateinamerika:** Das vorliegende Marketingdokument wurde von einem oder mehreren Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») für die Nutzung durch Finanzberater/professionelle Anleger ausschliesslich in bestimmten Rechtsordnungen erstellt. Vontobel bietet eine Vielzahl von Produkten und Dienstleistungen, die sich einzig an qualifizierte Anleger aus bestimmten Ländern und Regionen richten. Die für Sie verfügbaren Produkte und Dienstleistungen richten sich nach dem Land Ihres rechtmässigen Wohnsitzes. Die hierin enthaltenen Informationen stellen weder eine Aufforderung noch ein Angebot zum Kauf von Anlageprodukten oder -dienstleistungen an Personen in Rechtsordnungen dar, in denen eine solche Aufforderung oder ein solches Angebot rechtswidrig oder verboten wäre. Darüber hinaus sind diese Informationen nicht zu Nutzung in Rechtsordnungen gedacht, die Vontobel einer Registrierungs-, Lizenzierungs- oder sonstigen Genehmigungspflicht innerhalb dieser Rechtsordnung oder dieses Landes unterwerfen würden. Es liegt in der Verantwortung des Empfängers, sich zu informieren und geltende Vorschriften und Einschränkungen in seinen jeweiligen Rechtsordnungen zu beachten. **Grossbritannien:** Dieses Dokument wurde von Vontobel Asset Management SA, Niederlassung London, mit eingetragenem Sitz in Third Floor, 22 Sackville Street, London W1S 3DN genehmigt. Vontobel Asset Management SA, Niederlassung London, ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und unterliegt einer begrenzten Regulierung durch die Financial Conduct Authority (FCA). Einzelheiten über den Umfang der Regulierung durch die FCA sind bei der Vontobel Asset Management SA, Niederlassung London, auf Anfrage erhältlich. **Singapur:** Dieses Dokument wurde von der Monetary Authority of Singapore nicht geprüft. Vontobel Pte. Ltd. wurde von der Monetary Authority of Singapore als Capital Market Services Licensee und Exempt Financial Advisor lizenziert. Dieses Dokument sollte nicht als Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf von Finanzinstrumenten, weder direkt noch indirekt, an die Öffentlichkeit oder ein Mitglied der Öffentlichkeit in Singapur betrachtet werden. **Hongkong:** Der Inhalt dieses Dokuments wurde nicht von einer Aufsichtsbehörde einschliesslich der Securities and Futures Commission in Hongkong geprüft oder genehmigt. Dieses Dokument wurde von Vontobel Asset Management Asia Pacific Ltd. mit eingetragenem Sitz in 1901 Gloucester Tower, The Landmark 15 Queen's Road Central, Hongkong für die Verwendung in Hongkong genehmigt. Ihnen wird daher empfohlen, Vorsicht walten zu lassen und im Falle von Zweifeln hinsichtlich des Inhalts unabhängigen professionellen Rat einzuholen. **Australien:** Dieses Dokument wurde von Vontobel Asset Management Australia Pty Limited (ABN 80 167 015 698), Inhaberin der Australian Financial Services Licence Nr. 453140, genehmigt und diese Gesellschaft übernimmt die Verantwortung für seinen Inhalt. Weitere Informationen für Anleger mit Sitz in Australien erhalten Sie unter folgender Adresse: Vontobel Asset Management Australia Pty Ltd., Level 2, 201 Sussex St, NSW-2000 Sydney, Australien. Die Informationen in diesem Dokument wurden nicht speziell für Anleger in Australien aufbereitet. Sie können (i) Verweise auf Dollar-Beträge enthalten, bei denen es sich nicht um australische Dollar handelt, (ii) Finanzinformationen enthalten, die nicht gemäss australischen Rechtsvorschriften oder Praktiken erstellt wurden, (iii) decken möglicherweise mit Investitionen in auf Auslandswährungen lautende Anlagen verbundene Risiken nicht ab und (iv) berücksichtigen keine australischen Steueraspekte. **Deutschland:** Bank Vontobel Europe AG untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und ist im Handelsregister des Amtsgerichts München unter der Nummer HRB133419 mit Sitz im Alten Hof 5, 80331 München, eingetragen. Einzelheiten über das Ausmass der Regulierung sind bei der Bank Vontobel Europe AG auf Anfrage erhältlich. **Italien:** Dieses Dokument wurde von Vontobel Asset Management SA, Niederlassung Mailand, mit eingetragenem Sitz in Piazza degli Affari 3, I-20123 Mailand, Italien (Telefon: 026 367 344) genehmigt. Vontobel Asset Management SA, Niederlassung Mailand, ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und unterliegt einer begrenzten Regulierung durch die italienische Nationalbank und die CONSOB. Einzelheiten über das Ausmass der Regulierung durch die italienische Nationalbank und die CONSOB sind bei der Vontobel Asset Management SA, Niederlassung Mailand, auf Anfrage erhältlich. Der Inhalt dieses Dokuments wurde nicht von einer Aufsichtsbehörde, einschliesslich der italienischen Nationalbank oder der CONSOB, geprüft oder genehmigt. Dieses Dokument sollte nicht als Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf von Finanzinstrumenten, weder direkt noch indirekt, an die Öffentlichkeit oder ein Mitglied der Öffentlichkeit in Italien betrachtet werden.

Disclaimer

Dieses Dokument ist eine allgemeine Mitteilung, die nicht unabhängig ist und ausschliesslich zu Informations- und Bildungszwecken erstellt wurde. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen (zusammen «Informationen») sind nicht als Prognosen, Research, Empfehlungen oder Anlageberatung zu verstehen. Entscheidungen, die auf Informationen in diesem Dokument basieren, liegen in der alleinigen Verantwortung des Lesers. Sie dürfen sich beim Treffen einer Anlage- oder sonstigen Entscheidung nicht auf Informationen in diesem Dokument verlassen.

Dieses Dokument wurde nicht auf der Grundlage einer Berücksichtigung individueller Anlegerverhältnisse erstellt. Nichts in diesem Dokument stellt eine Beratung hinsichtlich Steuern, Rechnungslegung, Regulierung, Recht, Versicherung oder Anlagen oder eine andere Art von Beratung dar, um Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente zu zeichnen, zu kaufen, zu halten oder zu verkaufen, Transaktionen durchzuführen oder eine Anlagestrategie zu verfolgen.

Alle Informationen in diesem Dokument werden auf der Grundlage der Kenntnisse und/oder der Markteinschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments oder zu dem im Dokument angegebenen Zeitpunkt ohne jegliche Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art, weder ausdrücklich noch stillschweigend, bereitgestellt. Vontobel haftet nicht für allfällige direkte oder indirekte Verluste oder Schäden, einschliesslich, aber nicht beschränkt auf entgangene Gewinne, die aus den in diesem Dokument verfügbaren Informationen resultieren, oder für Verluste oder Schäden, die direkt oder indirekt aus der Nutzung der hierin enthaltenen Informationen entstehen.

Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen können durch nachfolgende Markt- oder politische Ereignisse oder aus anderen Gründen hinfällig werden oder sich ändern; es besteht jedoch keinerlei Verpflichtung für Vontobel, dieses Dokument zu aktualisieren. Alle in diesem Dokument enthaltenen Prognosen, zukunftsgerichteten Aussagen oder Schätzungen sind spekulativ und aufgrund verschiedener Risiken und Unsicherheiten kann nicht garantiert werden, dass sich die getroffenen Schätzungen oder Annahmen als richtig erweisen, und die tatsächlichen Ereignisse oder Ergebnisse können erheblich von den in diesem Dokument dargestellten oder erwarteten abweichen. Die in diesem Dokument geäusserten Meinungen können sich aufgrund von Markt-, Wirtschafts- und sonstigen Bedingungen ändern. Die Informationen in diesem Dokument sind nicht als Empfehlungen zu verstehen, sondern als eine Veranschaulichung allgemeinerer Wirtschaftsthemen. Beachten Sie, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein zuverlässiger Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung ist und die Prognosen grundsätzlich begrenzt sind und nicht als Indikator für die zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden sollten.

Vontobel entbindet sich soweit gemäss dem geltenden Recht möglich von jeglicher Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Obwohl Vontobel der Ansicht ist, dass bei der Zusammenstellung des Inhalts dieses Dokuments mit der gebotenen Sorgfalt vorgegangen wurde, übernimmt Vontobel weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Garantie für die Richtigkeit, Korrektheit oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Texte, Grafiken oder sonstigen Elemente und das Dokument sollte nicht als verlässliche Grundlage für Entscheidungen herangezogen werden. Vontobel lehnt diesbezüglich jede Haftung ab.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen begründen keine vertragliche Beziehung zwischen den Anbietern dieser Informationen und den Lesern dieses Dokuments und sind nicht in dieser Weise aufzufassen.

Sämtliche Komponenten dieses Dokuments sind urheberrechtlich geschütztes Eigentum von Vontobel oder Drittparteien. Die Informationen in diesem Dokument sind ausschliesslich für Ihren persönlichen, nicht gewerblichen Gebrauch bestimmt.

Gegebenenfalls haben Vontobel, Mitglieder der Geschäftsleitung oder Mitarbeitende in der Vergangenheit oder gegenwärtig in Finanzinstrumente investiert, über die Informationen oder Meinungen in diesem Dokument enthalten sind, oder werden künftig in solche Anlageinstrumente investieren. Zudem besteht die Möglichkeit, dass Vontobel für die Emittenten dieser Finanzinstrumente in der Vergangenheit Dienstleistungen erbracht hat, sie aktuell erbringt oder sie in Zukunft erbringen wird, einschliesslich z. B. Corporate-Finance- oder Market-Making-Services. Ferner ist es möglich, dass Mitarbeitende oder Mitglieder der Geschäftsleitung von Vontobel in der Vergangenheit bestimmte Funktionen (z. B. Tätigkeit als Mitglied der Geschäftsleitung) für die Emittenten solcher Finanzinstrumente ausgeübt haben, diese gegenwärtig ausüben oder in Zukunft ausüben werden. Vontobel, Mitglieder der Geschäftsleitung oder Mitarbeitende könnten daher ein Eigeninteresse an der künftigen Performance von Finanzinstrumenten haben.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
vontobel.com

