

Die Welt steht Kopf

Sechs Herausforderungen
für Anleger nach Corona

Juni 2020

Gewinner erkennen, Verlierer meiden

- 1. Gibt es einen sicheren Abstieg vom Schuldenberg?**
- 2. Wo lassen sich noch Renditen finden?**
- 3. China oder die USA – wie anlegen?**
- 4. Welche Länder sind am widerstandsfähigsten?**
- 5. Wer profitiert, wenn die Globalisierung abnimmt?**
- 6. Gibt es einen «grünen» Wiederaufschwung?**

Fazit

Sven Schubert kam im Juli 2011 als Währungs-
experte und Schwellenländerökonom zu Vontobel
Asset Management. Er hat einen Masterabschluss
sowie einen Doktorgrad in Volkswirtschaftslehre
der Freien Universität Berlin.

Frank Häusler kam 2018 als Head of Macroeconomic
and Cross-Asset Research zur Multi Asset Boutique
von Vontobel Asset Management und übernahm 2019
die Rolle des Chief Strategist. Er ist Vorsitzender des
Multi Asset Investment Committee. Frank Häusler be-
sitzt einen Abschluss in Mathematik der ETH Zürich.



Dr. Sven Schubert
Head of Strategy Currencies
Vontobel Asset Management



Frank Häusler
Chief Strategist
Vontobel Asset Management

Gewinner erkennen, Verlierer meiden

Das Coronavirus hat unser aller Leben verändert. Vor der Krise gingen wir morgens ins Büro und erledigten unsere Arbeit gemäss einem vorhersehbaren Tagesablauf. Dann kam das Virus und stellte unseren Alltag auf den Kopf. Eine ganz offensichtliche Veränderung ist die Beschleunigung des digitalen Wandels: Kinder werden per Videokonferenz unterrichtet, Frauen und Männer mittleren Alters radeln durch die virtuelle Welt und selbst Rentner beginnen nun, im Internet einzukaufen.

Obwohl viel über den digitalen Wandel und seine Auswirkungen geschrieben wurde – z. B. höhere Breitbandkapazitäten oder eine geringere Verschmutzung im urbanen Raum – mangelt es an Analysen der längerfristigen Veränderungen für die Anleger infolge der Pandemie.

Die möchten wir ändern und einige der Konsequenzen mit grösserer Reichweite beleuchten, mit denen sich die Anleger künftig auseinandersetzen müssen. Das «Hintergrundrauschen» der kurzfristigen Volatilität lassen wir in diesem Zusammenhang ausser Acht, da unserer Ansicht nach viele Veränderungen auf mittlere Sicht gut prognostizierbar sind. Anleger, die in der Lage sind, aktive Anlageentscheidungen zu treffen, dürften in der Lage sein, die langfristigen Gewinner zu erkennen und die Verlierer zu meiden. Wir sind überzeugt, dass passive Anleger an einigen Positionen festhalten werden, die für das derzeitige Umfeld ungeeignet sind.

Wir haben sechs Themen ausgemacht, die nach unserer Einschätzung Veränderungen der Anlagelandschaft bewirken werden. Möglicherweise bieten sie Ihnen Denkanstösse oder Impulse für Anlageentscheidungen, bis Sie wieder zu mehr Routine im Alltag gefunden haben.

1. Gibt es einen sicheren Abstieg vom Schuldenberg?

Im Zuge der Corona-Krise haben wir einige interessante Dinge über unsere Regierungen und über uns selbst gelernt. Heute streiten wir uns womöglich im Supermarkt um Toilettenpapier, und morgen helfen wir unseren älteren Nachbarn beim Einkauf. Ähnlich sieht es bei der Reaktion auf staatlicher Ebene aus: Obwohl die meisten Regierungen schlecht auf eine globale Pandemie vorbereitet waren, leiteten sie rasch Schritte ein, um ihre Volkswirtschaften mit massiven Finanzhilfen zu unterstützen. Im Rückblick können wir erkennen, dass die Staatsverschuldung¹ der meisten Länder nach jeder Wirtschaftskrise der Moderne zunahm (Grafik 1). Die Anleger sollten sich daher gut überlegen, wie sie auf den Anstieg der Verschuldung reagieren.

Werden viele Länder eine neue Schuldenkrise durchleben – oder können sie eine Exit-Strategie entwickeln? Wir sehen nur vier mögliche Optionen für einen Ausstieg: einen Einnahmeüberschuss, Inflation, einen Schuldenschnitt oder die Methoden der sogenannten Modern Monetary Theory (MMT). Die Anhänger der MMT argumentieren, dass Staaten vernünftig handeln, wenn sie Schulden bei der ihrer Zentralbank machen, solange das Geld zweckmässig eingesetzt wird. Wir teilen diese Ansicht – unter der Voraussetzung, dass eine Strategie für den Absprung erforderlich ist, bevor eine unkontrollierte Inflation die «Animal Spirits» der Marktteilnehmer weckt (mehr zum Thema erfahren Sie in unserem Whitepaper **«Modern Monetary Theory – wie kommen wir vom Schuldenberg wieder herunter?»**).

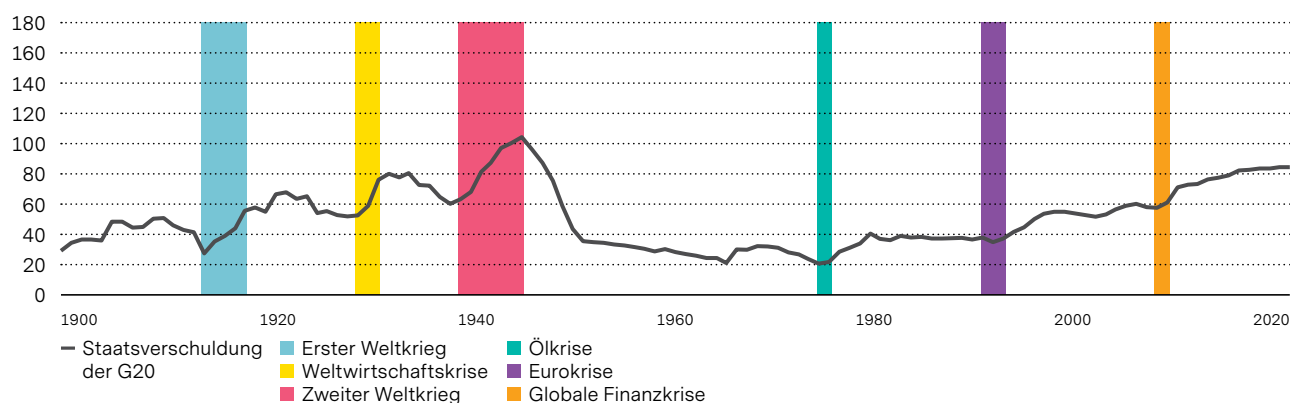
Wird uns eine Hyperinflation oder sogar eine Deflation bevorstehen? Bedenken wir, dass Japan trotz umfangreicher Konjunkturprogramme ein Jahrzehnt lang nicht in der Lage war, die Verbraucherpreise zu erhöhen. Oder sollten die Anleger sich ein Beispiel an den ausufernden Anleihenkäufen der Zentralbanken nehmen?

Unsere Einschätzung

Keines dieser Szenarien ist für Anleger attraktiv. Daher sollten Sie den Kauf von Staatsanleihen sorgfältig überdenken. Sollten Sie sich zum Kauf entschliessen, richten Sie Ihre Aufmerksamkeit auf Länder, deren Zentralbanken über nahezu unbegrenzte Möglichkeiten verfügen und nicht politisch eingeschränkt sind. Europa ist hier im Nachteil, da die Europäische Zentralbank die Erwartungen einer Vielzahl von Ländern mit unterschiedlichen Anforderungen erfüllen muss. Echte «Lenders of Last Resort» auf nationaler Ebene, wie etwa Japan, Grossbritannien, die USA oder die Schweiz, sind in Krisenzeiten besser für eine Unterstützung ihres Staatsanleihenmarkts positioniert.

Grafik 1: Die Staatsverschuldung hat seit 1970 nach jeder Krise zugenommen

In % des BIP



Quelle: Internationaler Währungsfonds, Vontobel

¹ Norwegen bildet die wahrscheinlich einzige Ausnahme, da das Land Staatsfondsanteile verkaufen konnte, statt die Verschuldung zu erhöhen.

2. Wo lassen sich noch Renditen finden?

Wie bereits im ersten Punkt angeschnitten, sind Staatsanleihen wenig attraktiv und bergen zudem das Risiko, dass eine Anlage für Akteure ausser den Zentralbanken der Länder unmöglich wird. Sie bieten weder Erträge noch Inflationsschutz. Lediglich Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen kompensieren noch für die eingegangenen Risiken. Gegenwärtig stehen die beiden Segmente auch auf den Einkaufszetteln der Zentralbanken. Während wir der Anlegerweisheit «Kämpfe niemals gegen die US-Notenbank» (siehe auch den **Artikel** von Daniel Seiler, Head of Multi Asset bei Vontobel) beipflichten, bevorzugen wir eindeutig Unternehmensanleihen gegenüber Staatspapieren. Schwellenländeranleihen bieten sogar noch höhere erwartete Renditen. Der grössere Spielraum der Notenbanken in Schwellenländern und die weiterhin angemessenen Niveaus der realen Zinsdifferenzen sprechen für ein höheres Potenzial von Emerging-Markets-Anleihen in Hartwährung

Beim Thema Aktien mag es wenig überraschen, dass unsere Prognose angesichts der steigenden Verschuldung und der abnehmenden Globalisierung niedriger ausfällt. Allerdings sind die Aktienkurse in Industrie- und Schwellenländern infolge der diesjährigen Marktverzerrungen inzwischen wieder attraktiv. Innerhalb des Aktiensegments erwarten wir, dass Technologiepapiere am stärksten von den Korrekturen im Zuge der Pandemie profitieren werden. Zudem erscheint der Technologiesektor dank der margenstarken Geschäftsaktivitäten der Unternehmen, ihrer niedrigen Verschuldung und ihrer hohen Liquiditätsbestände im Vergleich mit anderen

Branchen widerstandsfähiger. Ein wesentliches Risiko stellt der Kampf um die digitale Vormachtstellung zwischen den USA und China dar. Dies könnte den Austausch von Unternehmen mit ihren Geschäftspartnern behindern. Allerdings sind wir der Meinung, dass es mittel- bis langfristig schwierig sein wird, die digitale Revolution aufzuhalten, sodass der Sektor aus strategischer Sicht Erfolg verspricht.

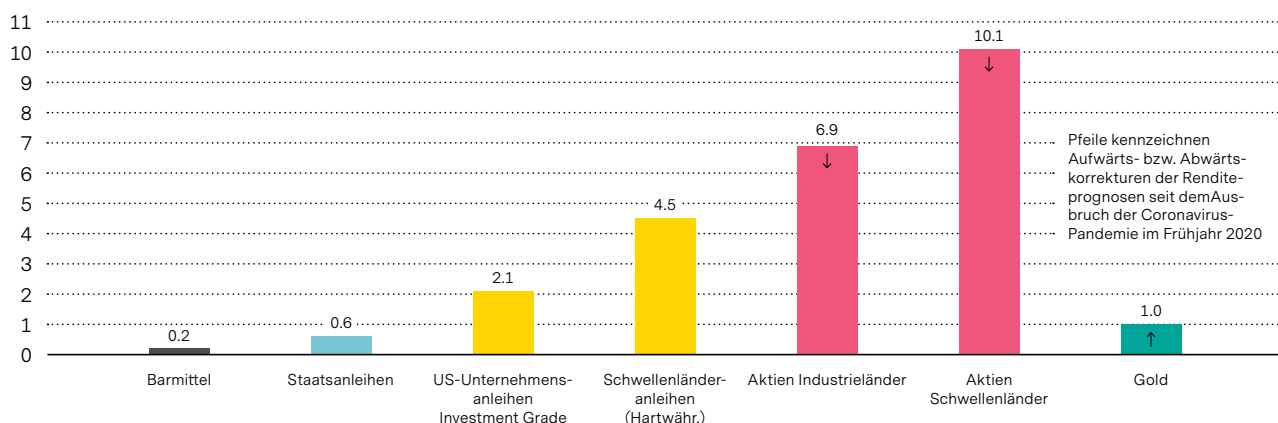
Basierend auf dieser Einschätzung haben wir unsere langfristigen Renditeannahmen aktualisiert (Grafik 2; für Details zur Methodik siehe auch unsere Studie **«Warum sich langfristig anlegen immer noch lohnt»**).

Unsere Einschätzung

Die Anleger sollten ihre Aktien- und Anleihenpositionen aktiv, mit Bedacht und unter Berücksichtigung des jeweiligen Geschäftsmodells auswählen. Auf diese Weise können sie Unternehmen meiden, die im Zuge der Coronakrise grundlegende Schäden erlitten haben. Richten Sie bei der strategischen Allokation der Mittel Ihr Augenmerk auf aussichtsreiche Aktien aus Industrie- und Schwellenländern sowie auf Anleihen von Unternehmen mit soliden Bilanzen und Geschäftsmodellen. Insbesondere bei Anlagen in Technologiewerte sehen wir keine Alternative zu einem aktiven Ansatz.

Grafik 2: Aktien und bestimmte Arten von Anleihen bieten attraktives Renditepotenzial

In %, USD (Prognosen* auf Basis von 7-Jahres-Zyklen)



* Basierend auf der Annahme, dass Bewertungen den besten Renditeindikator darstellen

Quelle: Vontobel (Stand: 31. Mai 2020. Bei den Zahlen handelt es sich um Prognosen. Sie bieten daher keine zuverlässigen Hinweise auf die künftige Performance.)

3. China oder die USA – wie anlegen?

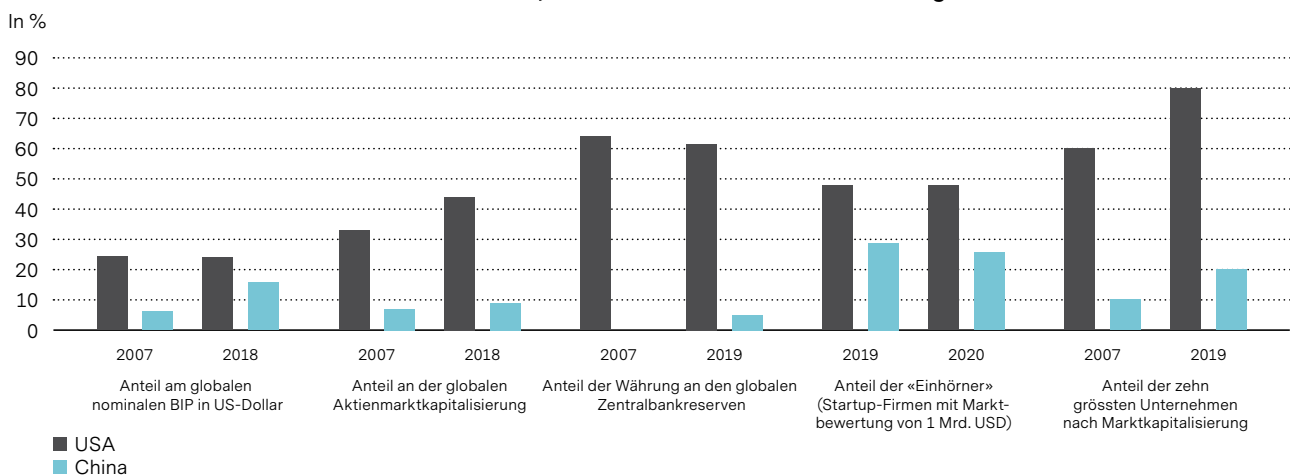
Während des Kalten Krieges standen sich die Sowjetunion und die Vereinigten Staaten gegenüber. Heute ist China der grösste Kontrahent der USA (siehe auch unsere Studie *«Die nächste digitale Supermacht»*). Die Pandemie hat dem Kampf um die globale Vorherrschaft eine weitere Wendung beschert. Die US-Regierung verweist auf China, um von den eigenen Versäumnissen im Umgang mit der Pandemie abzulenken. China, das eine Schlüsselrolle zu Beginn des Ausbruchs spielte, nutzt die Krise unterdessen, um seine geopolitische Position auszubauen, indem es anderen Ländern medienwirksam Hilfe zukommen lässt. Dadurch verstärkt sich eine Entwicklung, die bereits vor der Pandemie zu beobachten war: China ist inzwischen ein wichtiger Geldgeber afrikanischer Länder und kann diese nun durch eine Kombination aus Investitionen, Schuldenrestrukturierung und der Kontrolle von Rohstoffen beeinflussen. Die Vereinigten Staaten verfolgen eine gegenteilige Strategie und setzen dabei ihre globale Führungsrolle auf Spiel. So mag die Einstellung der Zahlungen an die Weltgesundheitsorganisation WHO bei den heimischen Wählern gut ankommen, doch sie signalisiert auch, dass die USA nicht mehr willens sind, die Probleme der Welt zu lösen. Dies bedeutet allerdings nicht, dass China in nächster Zeit bereit ist, die Führungsrolle von den USA zu übernehmen.

China hinkt Amerika in verschiedenen Punkten hinterher (Grafik 3), etwa im Hinblick auf die geringere Bedeutung seiner Währung in weltweiten Zentralbankreserven im Vergleich zum US-Dollar und die Stärke der eigenen privatwirtschaftlichen Unternehmen. Dementsprechend wird es wohl noch ein weiteres Jahrzehnt dauern, bis Peking Washington in finanzieller wie wirtschaftlicher Hinsicht ernsthaft in Bedrängnis bringen wird. Einige Beobachter glauben allerdings, dass China langfristige Pläne verfolgt und sich daher darauf konzentriert, die Führungsrolle in Bereichen wie der künstlichen Intelligenz und Quantum Computing zu übernehmen. Die USA fühlen sich vom Aufstieg Chinas bedroht und begründen dies häufig mit Bedenken in Bezug auf ihre nationale Sicherheit. So versuchen sie etwa, die Installation von 5G-Telekommunikationsinfrastruktur des Unternehmens Huawei nicht nur im eigenen Land, sondern auch im Ausland zu verhindern.

Unsere Einschätzung

Wir glauben, dass neue Technologien die Weltwirtschaft auf lange Sicht prägen werden. Aus diesem Grund sollten China sowie die Region Asien aus strategischer Sicht hochgestuft und zu einem wichtigen Bestandteil der Allokation der Mittel gemacht werden. Auf der Detailebene sollten Sie Ausschau nach Unternehmen und Ländern halten, die gut positioniert sind, um sowohl Herausforderungen durch China als auch die USA zu bewältigen.

Grafik 3: Mehrere Kennzahlen weisen darauf hin, dass die USA weiterhin die Führungsrolle innehaben



Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

4. Welche Länder sind am widerstandsfähigsten?

Ungleichheit ist ein hochaktuelles Thema, auch auf der Ebene einzelner Länder. Abhängig davon, wie Länder in der Vergangenheit ihr Vermögen und ihre Schulden verwaltet haben, wird sich die Ungleichheit zwischen ihnen im Zuge der Pandemie weiter verschärfen. Wir haben ein einfaches Länderbewertungsmodell mit sechs Indikatoren wie Staatsverschuldung und Wachstumsmetriken entwickelt. Unser Modell zeigt, dass insbesondere einige asiatische Länder in der Lage sind, umfassende Pakete zur Ankurbelung der Konjunktur zu schnüren (siehe Grafik 4) und die Wirtschaft schneller wieder auf Kurs zu bringen. Dank ihrer Widerstandsfähigkeit sollten sie besser mit länger andauernden «Shutdowns» zurechtkommen.

Links in Grafik 4 sind Länder mit starken Finanzen wie Taiwan und Südkorea aufgeführt, deren Regierungen mit schnellen und vernünftigen Massnahmen auf die Corona-Krise reagiert haben. Für andere Länder, insbesondere in Lateinamerika, die sich eher auf der rechten Seite von Grafik 4 befinden, erscheint die Lage schwieriger.

Betrachten wir Europa insgesamt, stellt sich die Lage nicht besonders positiv dar. Das Risiko, das einer unterschiedlichen Wirtschaftsentwicklung innewohnt, stellt insbesondere für die Eurozone eine Gefahr dar. Bereits vor der Krise wichen die Interessen wichtiger Länder wie beispielsweise Deutschlands und Italiens voneinander ab.

Die Gräben dürften sich nun vertiefen, denn die am schwersten betroffenen Länder werden sich von den wohlhabenderen Mitgliedstaaten im Stich gelassen fühlen – ungeachtet der umfassenden Rettungsprogramme übergreifender Institutionen wie der Europäischen Zentralbank.

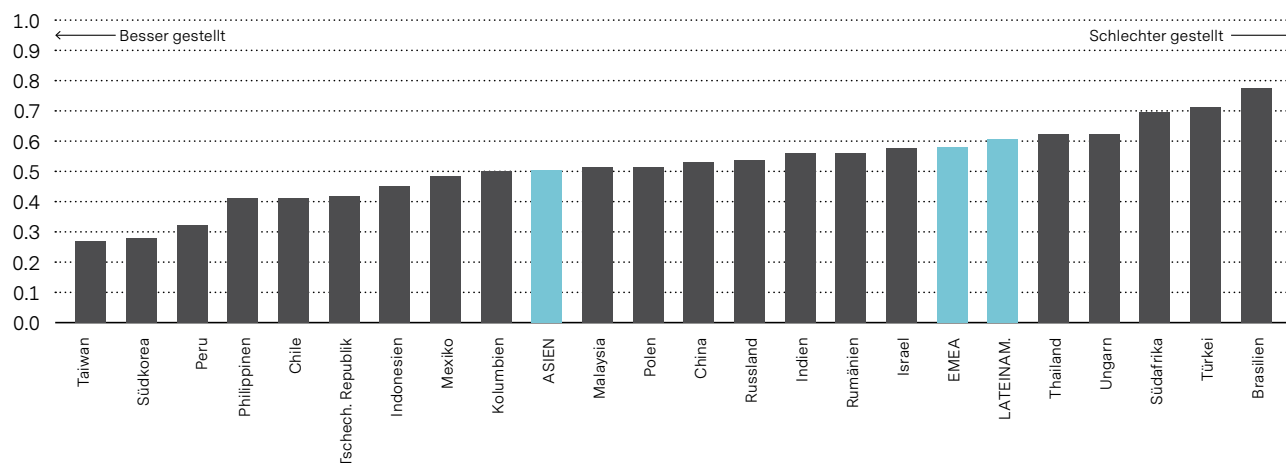
Hier könnte sich eine Lösung abzeichnen. Die wirtschaftlich schwachen EU-Länder fordern bereits seit Langem die Einführung eines gemeinsamen Schuldenmechanismus über sogenannte Eurobonds, jüngst auch als «Coronabonds» bezeichnet. Wir halten zwar die Zeit noch nicht reif für solche Wertpapiere. Es scheint jedoch, dass sich die Öffentlichkeit mit diesem Gedanken langsam anfreundet. Ein deutsch-französischer Vorschlag für einen umfassenden Hilfsfonds stellt einen wichtigen Schritt zur gemeinsamen Schuldenhaftung dar – eine Idee, die die finanziell konservativ eingestellten Ländern der Europäischen Union zuvor stets abgelehnt hatten.

Unsere Einschätzung

Ziehen Sie bei Ihren Anlageentscheidungen Daten zur Widerstandsfähigkeit von Staaten in Betracht. So werden Sie bei der Allokation der Mittel auf die «richtigen» Länder setzen und Ihr Engagement in schwächeren Ländern verringern.

Grafik 4: Viele asiatische Länder sind gut aufgestellt und in der Lage, umfangreiche Konjunkturpakete zu schnüren

Länder-Rangliste* (0–1)



* Berechnet als ungewichteter Durchschnitt der Länderbewertungen in sechs Kategorien: 1) Staatsanleihen, 2) Saldo Primärhaushalt, 3) durchschnittliche Laufzeit von Staatsanleihen, 4) Refinanzierungskosten, 5) S&P-Länderrating und 6) erwartetes reales BIP-Wachstum 2020
Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel

5. Wer profitiert, wenn die Globalisierung abnimmt?

Die Medien haben sich oftmals über eine übermäßige Arbeitsteilung lustig gemacht, etwa über die verschiedenen europäischen Stationen einer Kartoffel auf ihrem Weg bis auf den Esstisch². Trotz aller Bedenken im Hinblick auf die Nachhaltigkeit sind die Lieferketten selbst für Gegenstände des täglichen Gebrauchs nun global. Während wir lange von billig in Asien produzierten Gütern profitieren konnten, machte die Pandemie die Grenzen der Globalisierung deutlich. Um auf künftige Krisen vorbereitet zu sein, werden Regierungen eine höhere Unabhängigkeit bei der Versorgung mit bestimmten Basisgütern und medizinischen Produkten anstreben.

Eine gewisse Abkehr von der Globalisierung ist kein neues Phänomen – der internationale Austausch von Gütern und Dienstleistungen ist seit jeher von Höhen und Tiefen geprägt (siehe Grafik 5). In den vergangenen zehn Jahren ist die Globalisierung aufgrund verschiedener Entwicklungen ins Stocken geraten:

- Regionale Verlagerung: Die globale Nachfrage verändert sich, da China und andere Schwellenländer zunehmend ihre eigenen Güter und Dienstleistungen konsumieren, statt sie zu exportieren.
- Kürzere Lieferketten: Die Geschwindigkeit der Anpassung an die Märkte und eine verbesserte Koordination und Transparenz über die gesamte Wertschöpfungskette hinweg werden immer wichtiger.
- Neue Technologien: z. B. Robotik, Automatisierung und 3-D-Druck senken die Produktionskosten und damit die Notwendigkeit, die Fertigung auszulagern.

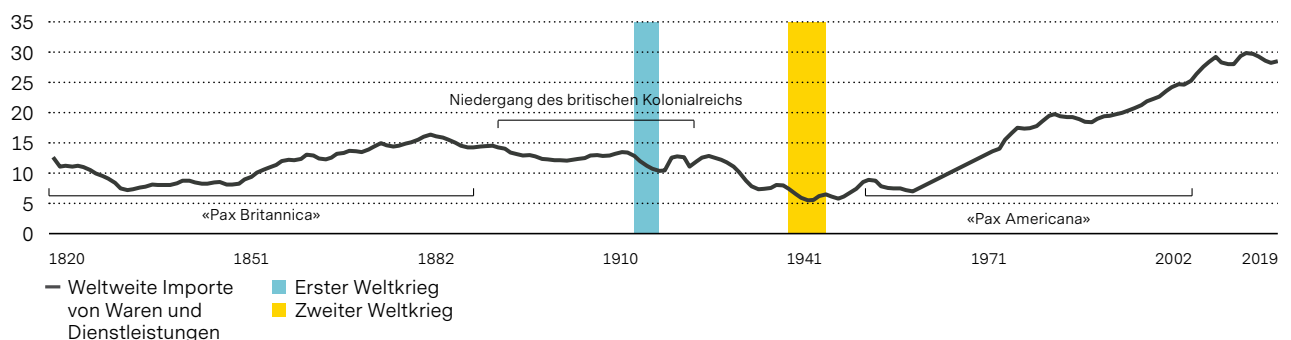
Darüber hinaus fordern populistische Stimmen in vielen Ländern, die Produktion zurückzuholen ins eigene Land oder sie zumindest näher an die eigenen Grenzen zu verlagern. «Nearshoring» könnte daher das Erfolgsmodell sein, obwohl es mit höheren Kosten und einer geringfügig niedrigeren Effizienz verbunden wäre als das heutige vollständige Offshore-Modell.

Unsere Einschätzung

Wir gehen davon aus, dass die asiatischen Schwellenländer (Bangladesch, Indonesien, Malaysia, Taiwan, Thailand und Vietnam) sowie einige Staaten Lateinamerikas wie Mexiko wahrscheinlich von der globalen Neuorganisation der Lieferketten profitieren werden. Mexiko beispielsweise wird für die USA wahrscheinlich ein wichtiger Partner bleiben und einen grossen Teil des Produktionsbedarfs seines riesigen Nachbarn übernehmen. Die Anleger sollten sich daher auf ausgewählte Aktien oder Anleihen derjenigen Firmen konzentrieren, die sich mit Blick auf diesen Trend am besten positioniert haben.

Grafik 5: Die Globalisierung stagniert seit der globalen Finanzkrise

In % des globalen BIP



Quelle: Chase-Dunn, Kawano, Brewer «Trade Globalization since 1798» (Datenbank), Weltbank, Vontobel

² Siehe z. B. «Verkehr: Rollende Landstraße», Der Spiegel, 28. Februar 1994
<https://www.spiegel.de/spiegel/print/d-13688457.html>

6. Gibt es einen «grünen» Wiederaufschwung?



Auf dem Gipfel der Coronakrise haben unsere Alltagsprobleme Greta Thunbergs globale Umweltbewegung aus den Schlagzeilen verdrängt. Inzwischen haben wir allerdings zuvor mit Staunen Veränderungen wie Städte ohne Autos wahrgenommen und uns den Einfluss des Menschen auf die Umwelt in Erinnerung gerufen. Uns dürfte auch bewusst geworden sein, dass ein Wandel möglich ist.

Die Wirtschaft lässt sich nicht über Nacht umkrempeln, aber Entscheidungen von grosser Tragweite fallen manchmal sehr schnell. Nehmen wir zum Beispiel die deutsche Energiewende, mit der nach der Reaktorkatastrophe von Fukushima der Ausstieg aus der Kernkraft besiegelt wurde. Zu den wichtigsten Faktoren, die Änderungen dieser Art vorantreiben, gehören Regulierung und staatliche Konjunkturmassnahmen. Europa ist in dieser Hinsicht anderen Regionen einen Schritt voraus. Brüssel hat 2019 den europäischen Grünen Deal an den Start gebracht – ein Vorstoss, um die Europäische Union bis 2050 zum ersten klimaneutralen Staatenverbund der Welt zu machen. Dieses Investitionsprogramm in Höhe von einer Billion Euro wird zum Teil aus privaten Anlagen finanziert. Trotz der vielen Komplexitäten innerhalb ihres Systems kann die EU die erfolgreiche Durchsetzung diverser umweltfreundlicher Initiativen, etwa strengerer Emissionsstandards für Autos, vorweisen.

Für fossile Energieträger wie Kohle hat das weitreichende Konsequenzen. Obwohl die Sicherung von Arbeitsplätzen

noch ein kurzfristiges Ziel ist, werden für die Massnahmen zur Wiederbelebung der Wirtschaft nun häufig «grüne Anforderungen» formuliert, um den CO₂-Ausstoss wenigstens teilweise zu reduzieren.

Ein weiterer Motor für Veränderung wird Innovation sein, und diese spielt sich auf der Ebene von Unternehmen ab, die sich rechtzeitig für einen Systemwandel positioniert haben. Unserer Ansicht nach bestehen bedeutende Anlagemöglichkeiten in Bereichen wie Digitalisierung, ressourceneffizienten Industrien und «grünen» Gebäuden, die nicht nur langfristigen Klimazielen zugutekommen, sondern auch den wirtschaftlichen Nutzen erhöhen.

Unsere Einschätzung

Überlegen Sie genau, ob Sie in Firmen investieren wollen, deren Tätigkeit mit hohen CO₂- oder sonstigen Emissionen verbunden ist. Dies gilt ganz besonders für Geschäftsmodelle, die durch umweltschonende Technologien in Frage gestellt werden könnten. Nutzen Sie die bevorstehenden Veränderungen zu Ihrem Vorteil, indem Sie mit Portfoliomanagern zusammenarbeiten, die umfangreiche Kenntnisse des politischen und regulatorischen Umfeldes besitzen. Erwägen Sie eine Investition in saubere Technologien oder verwenden Sie einen Investitionsansatz, der mögliche Anlagen anhand von Nachhaltigkeitskriterien überprüft.

Fazit

Wir haben Ihnen sechs Anlagethemen als Denkanstoss vorgestellt. Die meisten davon sind nicht neu, haben jedoch im Zuge der Coronakrise eine Beschleunigung oder Verstärkung erfahren. Obwohl wir die erste Infektionswelle der Pandemie vermutlich hinter uns haben, ist immer noch ungewiss, wie sich diese Trends kurzfristig entwickeln werden. Vieles wird davon abhängen, ob wir eine zweite Infektionswelle erleben. Doch auf lange Sicht werden diese Themen eindeutig an Bedeutung gewinnen und umfassende Veränderungen der Gesellschaft und der Märkte bewirken. Unserer Ansicht nach erfordert dieser Wandel einen aktiven Anlageansatz, gestützt durch solides Research und Entscheidungen auf der Grundlage von Überzeugungen. Wir sind der Auffassung, dass der künftige Anlageerfolg sich an der Fähigkeit bemessen wird, diese Entwicklungen vorwegzunehmen.



Impressum

Herausgeber

Vontobel Asset Management AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zürich
Schweiz

Redaktion

Martin Gelnar,
Vontobel Asset Management

Autoren

Dr. Sven Schubert
Head of Strategy Currencies,
Vontobel Asset Management

Frank Häusler
Chief Strategist,
Vontobel Asset Management

Konzept

MetaDesign AG

Gestaltung & Realisation

Design Team, Vontobel

Bilder

Gettyimages
Vontobel

Rechtliche Hinweise

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind 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 oder seine verbundenen Unternehmen 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 auszulegen.

USA: Vertrieb an US-Personen durch Vontobel Asset Management, Inc. (VAMUS), 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 in der jeweils gültigen Fassung registriert. Die Registrierung als Anlageberater bei der U.S. Securities and Exchange Commission bedeutet nicht, dass ein bestimmtes Niveau an Fähigkeiten oder Fachwissen vorliegt. VONSEC ist als Broker-Dealer bei der SEC nach dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 registriert und ist Mitglied der Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (FINRA). VAMUS, 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. **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 in eingeschränktem Mass von der Financial Conduct Authority (FCA) reguliert. Einzelheiten über das Ausmass 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. 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 genehmigt. 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 20, Tower 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:** Dieses Dokument wurde von der Vontobel Asset Management SA, Zweigniederlassung München, mit Sitz in der Leopoldstrasse 8-10, 80802 München, genehmigt und von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) genehmigt und unterliegt einer begrenzten Regulierung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Einzelheiten zum Umfang der Regulierung sind auf Anfrage bei der Vontobel Asset Management SA, Niederlassung München, 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 in eingeschränktem Mass von der italienischen Nationalbank und der CONSOB reguliert. 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.

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.

