

Impressum

Herausgeberin Zürcher Kantonalbank **Autoren** Manuel Ferreira, Dr. Jörn Spillmann, Simon Lustenberger, Elias Hafner, Claude Zehnder, Dr. David Marmet, Dr. Martin Weder, Christian Brändli, Marina Zech, Sascha Jucker, Bruno Laurino, Dr. Alexander Tobler, Rolando S. Seger, Cindy Kobler, Andreas Guntli **Redaktion** Rolando S. Seger, Cindy Kobler, Andreas Guntli, Manuel Ferreira, Claude Zehnder, Sandro Moccetti **Gestaltung** Evolve Advertising AG (Zürich) und Zürcher Kantonalbank (Investment Solutions) **Lektorat** Lionbridge Switzerland AG **Erscheint** monatlich **Redaktionsschluss** 11. Mai 2022 **Kontakt** anlagen@aekbank.ch **Abonnement** über aekbank.ch/anlagepublikationen oder Ihren Kundenbetreuer oder Ihre Kundenbetreuerin **Copyright** Zürcher Kantonalbank/AEK BANK 1826, Reproduktion von Inhalten nur mit Genehmigung der Redaktion unter Quellenangabe

Gefangen zwischen Konjunktur- und Inflationssorgen

Trotz rekordhoher Inflation lässt sich die Europäische Zentralbank (EZB) unter der Führung von Christine Lagarde mit der geldpolitischen Normalisierung viel Zeit. Sie bevorzugt ein graduelles und flexibles Vorgehen und verweist dabei auf die gestiegenen Konjunkturrisiken infolge des Krieges in der Ukraine. Das ist jedoch eine riskante Strategie, zumal die Gewährleistung der Preisstabilität ihre Hauptaufgabe ist. An einem baldigen Ende der Tiefzinspolitik führt deshalb kein Weg vorbei. – Von Dr. Martin Weder

Unverhoffte Rückkehr der Inflation

In den meisten Industrieländern galt die Inflation lange Zeit als ein Problem der Vergangenheit. Einige Notenbanken vertraten sogar die Ansicht, dass sie zu tief sei und deshalb mittels rekordtiefer Zinsen und umfangreicher Wertpapierkäufe stimuliert werden müsse. Inzwischen ist das ökonomische Schreckgespenst der steten Geldentwertung und der damit verbundenen Kaufkraft- und Wohlstandsverluste jedoch mit einem Paukenschlag zurückgekehrt und sorgt bei Notenbanken, Regierungen, Anlegern und Bürgern gleichermaßen für Unruhe. Die Inflation in den Industrieländern liegt derzeit so hoch wie zuletzt vor über 30 Jahren. Möglich gemacht hat dies eine Kombination aussergewöhnlicher Ereignisse und Massnahmen. Restriktionen aufgrund der Pandemie, Lieferengpässe, eine ultraexpansive Geld- und Fiskalpolitik sowie der Krieg in der Ukraine haben die Inflation allesamt befeuert. Zahlreiche Notenbanken rund um den Globus haben deshalb den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik eingeleitet und die Zinsen teilweise bereits deutlich erhöht.

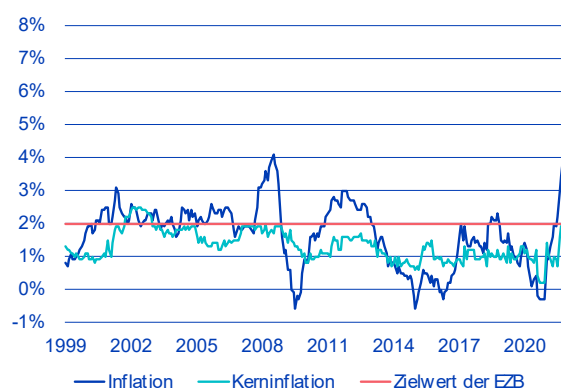
Rekordhohe Inflation in der Eurozone

Selbst in der Eurozone, wo die Inflation seit der Finanzkrise im Durchschnitt bei lediglich etwas mehr als 1% lag, nahm sie markant zu und erreichte zuletzt mit 7.4% den höchsten Wert in der noch jungen Geschichte des Euro (*Grafik 1*). Das von der Europäischen Zentralbank (EZB) angestrebte Ziel von 2% wird damit meilenweit übertroffen. Die Treiber sind grundsätzlich dieselben wie diejenigen auf globaler Ebene. Die Besonderheit in Europa ist jedoch, dass aufgrund der hohen Abhängigkeit von russischem Erdöl und Erdgas der Energiebereich eine wesentlich grössere Rolle spielt. Unter Ausklammerung der volatilen und kaum prognostizierbaren Energiepreise lag die Inflation zuletzt mit 3.4% deutlich tiefer. Aber auch dieser Wert entspricht einem Rekordhoch. Dass die Inflation mittlerweile breit

abgestützt ist, zeigt sich auch daran, dass die Preise in fast allen wichtigen Güter- und Dienstleistungskategorien deutlich steigen. Gleiches gilt auch auf Länderebene, wo die Bandbreite der Inflationsraten von 4.5% in Malta bis zu 15.6% in Litauen reicht.

Grafik 1: Inflation und Kerninflation auf Rekordhoch

Teuerung liegt deutlich über dem angestrebten Ziel von 2%



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Zögerliche geldpolitische Normalisierung

Vor diesem Hintergrund wäre gemäss ökonomischem Lehrbuch und gängiger Praxis der Notenbanken auch in der Eurozone eine rasche und entschlossene geldpolitische Normalisierung angezeigt. Das ist bisher jedoch nur teilweise der Fall, obwohl mittlerweile auch EZB-Präsidentin Christine Lagarde die erhöhten Inflationsrisiken betont. Die EZB hat ausserdem ihre monatlichen Wertpapierkäufe etwas gedrosselt und schliesst eine Zinserhöhung in diesem Jahr nicht mehr kategorisch aus. Gemessen an der hohen Inflation und dem Vorgehen anderer Notenbanken liegt sie jedoch weit im Hintertreffen. So verharren die Leitzinsen weiter auf ihren historischen Tiefstwerten. Der Einlagesatz für Geschäftsbanken liegt seit bald acht Jahren im negativen Bereich und die Wertpapierkäufe summierten sich im April

immer noch auf EUR 40 Mrd, womit die staatliche Neuverschuldung mehrheitlich über die Notenpresse finanziert wurde.

Fragile Konjunktur sorgt für Dilemma

Das zögerliche Vorgehen hängt damit zusammen, dass sich die Notenbank in einem Dilemma befindet. Anders als beispielsweise in den USA gibt es in der Eurozone neben den Inflations- auch berechnete Konjunktursorgen. Der Krieg in der Ukraine drückt auf die Stimmung von Firmen und Haushalten, was das Wachstum dämpft. Über der Wirtschaft schwebt zudem das Damoklesschwert eines möglichen Stopps von russischen Öl- und Gaslieferungen beziehungsweise eines europäischen Boykotts derselben. In einem solchen Fall würde die Wirtschaft in der Eurozone in eine Rezession fallen. Einige EZB-Vertreter erachten Zinserhöhungen im aktuellen Umfeld deshalb als verfrüht und kontraproduktiv. Darüber hinaus wird argumentiert, dass die Geldpolitik gegen hohe Energiepreise und Lieferengpässe ohnehin nichts ausrichten könne.

Klares Mandat der Preisstabilität

Bei der Grundsatzfrage, wie eine Notenbank bei hoher Inflation und gleichzeitiger Unsicherheit reagieren soll, lohnt sich ein Blick auf das gesetzliche Mandat. Dieses ist im Falle der EZB eindeutig und lässt nur wenig Interpretationsspielraum offen. Der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union hält in Artikel 127 fest, dass das vorrangige Ziel der Geldpolitik die Gewährleistung der Preisstabilität ist. Weitere Ziele wie die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik sind diesem untergeordnet und sollen nur verfolgt werden, sofern dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist. Anders als die US-Notenbank Fed, die über ein duales Mandat verfügt und neben der Preisstabilität auch für maximale Beschäftigung sorgen soll, ist die Hauptaufgabe der EZB somit eindeutig. Ihr einziger Spielraum besteht darin, zu definieren, was Preisstabilität in der Praxis genau bedeutet. Seit ihrer Gründung wurde die entsprechende Definition denn auch mehrmals aufgeweicht. Das vermeintliche Dilemma zwischen Inflation und Konjunktur ist somit ein künstliches. Gemäss Mandat ist klar, dass die Bekämpfung der Inflation mittels Zinserhöhungen Priorität haben muss.

Vergessene Lehren aus den 1970er-Jahren

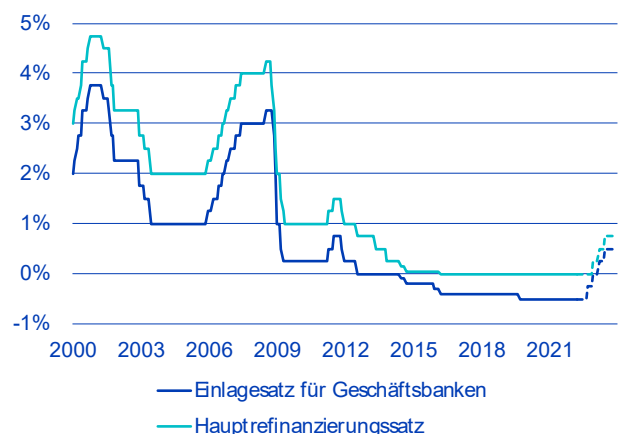
Für eine rasche geldpolitische Normalisierung spricht neben dem gesetzlichen Mandat auch die historische Erfahrung. Das aktuelle Umfeld weist einige Parallelen zu den hohen Inflationsraten der 1970er-Jahre auf. Damals wie heute haben eine viel zu expansive Geld- und Fiskalpolitik

in Kombination mit geopolitischen Ereignissen und daraus resultierenden Energiepreisschocks die Inflation stark nach oben getrieben. Die oftmals zögerliche Haltung der Notenbanken hat sich in den 1970er-Jahren volkswirtschaftlich nicht ausgezahlt, sondern vielmehr zu einem von Stagflation geprägten verlorenem Jahrzehnt geführt. Mit der anhaltend hohen Inflation stiegen nämlich auch die Inflationserwartungen und Lohnforderungen, was eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzte. Die Inflation konnte schlussendlich erst mittels schmerzhafter und markanter Zinserhöhungen wieder eingedämmt werden. Für eine Notenbank, die ihren Auftrag ernst nimmt und langfristig denkt, ist eine abwartende Haltung somit keine Lösung.

Zinswende steht vor der Tür

In Kombination mit dem wachsenden politischen Druck wird sich diese Einsicht letztlich auch bei der EZB durchsetzen. Wir erwarten deshalb, dass die EZB ihre Wertpapierkäufe im Juli einstellen wird, bevor im September der Einlagesatz für Geschäftsbanken von -0.50% auf -0.25% erhöht wird. Dies wäre die erste Zinserhöhung seit über elf Jahren. Im Dezember rechnen wir mit einem weiteren Zinsschritt, womit das mehrjährige Experiment mit Negativzinsen ein Ende findet. Im nächsten Jahr dürfte sich die geldpolitische Normalisierung in ähnlichem Tempo fortsetzen (*Grafik 2*). Christine Lagarde hat wiederholt betont, dass die EZB graduell und flexibel vorgehen wird, was gegen markante Zinserhöhungen spricht. Da sie den Inflationsdruck in den vergangenen Monaten aber jeweils deutlich unterschätzt hat und sich auch die langfristigen Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung gelöst haben (*Grafik 3*), ist es denkbar, dass die EZB zu einem schnelleren und entschlosseneren Vorgehen gezwungen wird.

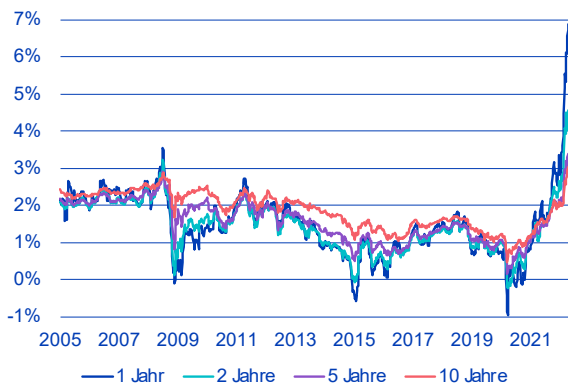
Grafik 2: Moderate Zinserhöhungen ab September
Leitzinsen der EZB inklusive ZKB-Prognosen bis Ende 2023



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 3: Inflationserwartungen sind deutlich gestiegen

Erwartungen basierend auf Inflationsswaps



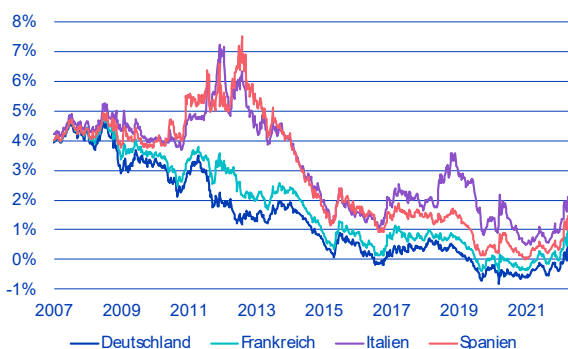
Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Schwieriger Balanceakt mit unklarem Ausgang

Die EZB steht somit vor einem schwierigen Balanceakt, dessen Erfolg alles andere als sicher ist. In einer ersten Phase dürften die Auswirkungen der Zinserhöhungen auf Wirtschaft und Finanzmärkte begrenzt sein, da sie moderat ausfallen und von den meisten Beobachtern bereits antizipiert werden. Das Szenario einer erneuten Banken- und Schuldenkrise ist zudem deutlich unwahrscheinlicher geworden. Die Banken in der Eurozone haben in den vergangenen Jahren ihre Kapitalpolster deutlich auf- und den Bestand an notleidenden Krediten trotz Pandemie weiter abgebaut. Die seit Jahresbeginn bereits deutlich gestiegenen Kapitalmarktzinsen verteuern zwar den Schuldendienst der Staaten (Grafik 4). Allerdings sind die Realzinsen immer noch tief im negativen Bereich, was in Kombination mit einer wachsenden Wirtschaft zu einer sinkenden Staatsschuldenquote führt. Die höheren Zinsen werden jedoch die Kreditnachfrage und damit auch das Wachstum dämpfen. Darüber hinaus wird sich der heissgelaufene Immobilienmarkt abkühlen. Diese Effekte sind jedoch allesamt beabsichtigt und auch notwendig, um die Inflation zu senken.

Grafik 4: Zinsen sind trotz Anstieg immer noch tief

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in Prozent



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Erneute Anleihenkäufe als Rückversicherung

Sollte sich die EZB allerdings zu markanten Zinserhöhungen gezwungen sehen, so würden an den Finanzmärkten die Sorgen vor einer erneuten Fragmentierung zunehmen. Die stark verschuldeten Peripherieländer kämen unter Druck und wären wie in der Vergangenheit wieder mit rasch steigenden Zinsen konfrontiert, weil Anleger ihre Zahlungsfähigkeit in Frage stellen würden. In Finanzkreisen wird deshalb bereits darüber spekuliert, ob die EZB in naher Zukunft präventiv ein neues Wertpapierkaufprogramm ankündigen oder zumindest androhen wird. Auch wir sind der Meinung, dass die EZB wachsenden Zinsdifferenzen im Notfall mit umfangreichen Staatsanleihenkäufen begegnen würde. Dazu muss es jedoch nicht zwingend kommen, da die EZB bereits über 40% aller Staatsanleihen in ihren Büchern hält und sich dazu verpflichtet hat, die Beträge von auslaufenden Anleihen noch längere Zeit vollständig zu reinvestieren. Beides hält die Zinsen künstlich tief.

Auf der Suche nach dem goldenen Mittelweg

Angesichts der aktuellen Herausforderungen sind die Währungshüter in Frankfurt nicht um ihre Aufgabe zu beneiden. Die hohe Inflation, das klare Mandat der Preisstabilität und die historischen Erfahrungen sprechen aber klar für höhere Zinsen. Die schlechteste und gefährlichste aller Strategien wäre es deshalb, die Normalisierung der Geldpolitik auf unbestimmte Zeit zu verschieben. Sofern sich die Inflation in den kommenden Monaten wie von uns erwartet aufgrund leicht sinkender Energiepreise und abnehmender Lieferengpässe zurückbildet, dürfte der Ausstieg aus der Negativzinspolitik ohne grössere Nebenwirkungen und Verwerfungen über die Bühne gehen. Ein nicht unerhebliches Risiko besteht jedoch darin, dass moderate Zinserhöhungen nicht ausreichen werden, um die Inflation wieder auf 2% zu begrenzen. Die EZB müsste dann die Zinsen deutlich schneller und stärker erhöhen, was zu Turbulenzen an den Finanzmärkten und einem erhöhten Rezessionsrisiko führen würde. Es ist deshalb zu hoffen, dass die Geldpolitiker den goldenen Mittelweg finden und die Preisstabilität rasch wiederherstellen können.

Wirtschaft und Finanzmärkte

Eingetrübte Wachstumsaussichten

Der Ukraine Krieg, die Null-Covid-Strategie Chinas und die weltweit hohen Inflationsraten haben die Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft seit Anfang Jahr sichtbar eingetrübt. So wurden die Konjunkturaussichten von den meisten Konjunkturexperten, uns eingeschlossen, in den letzten Monaten sukzessive nach unten revidiert. Wir rechnen für dieses Jahr noch mit einer Expansionsrate von 3.4%, wobei die optisch immer noch ansprechende Rate zu einem beträchtlichen Teil aus dem statistischen Überhang aus dem vergangenen Jahr resultiert. Betrachtet man hingegen die sequenzielle Wachstumsrate von Quartal zu Quartal, so wird ersichtlich, dass die Weltwirtschaft an Dynamik eingebüsst hat und sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr aller Voraussicht nach unter ihrem Potenzial wachsen wird (Grafik 1). Zudem sind die konjunkturellen Abwärtsrisiken, die sich aus den Unwägbarkeiten des Ukraine-Kriegs ergeben, hoch. Insbesondere ist mit der jüngsten Ankündigung Russlands, Polen und Bulgarien nicht mehr mit Gas zu beliefern, das Risiko eines generellen Lieferstopps russischer Energie nach Europa gestiegen. Dies hätte weitreichende Konsequenzen für die europäische Wirtschaft bis hin zu einer ausgewachsenen Rezession.

Stagflationsrisiken haben zugenommen

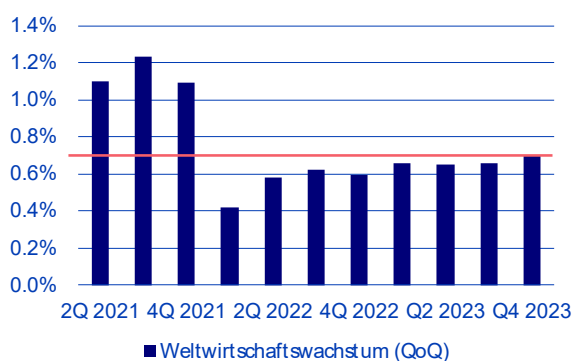
Parallel zur Abschwächung der Wirtschaftserholung sind die Teuerungsraten in fast allen Volkswirtschaften der Welt stark angestiegen. Inzwischen rechnen wir für dieses Jahr mit einer durchschnittlichen globalen Inflationsrate von mehr als 6%, was meilenweit von den Notenbankzielen entfernt liegt.

Es ist deshalb nicht erstaunlich, dass Befürchtungen einer Stagflation und unangenehme Erinnerung an die 1970er-Jahre vermehrt die Runde machen und Investoren und Finanzmärkte verunsichern. Die Wahrscheinlichkeit einer rezessiven Entwicklung in den nächsten zwölf Monaten hat sich gemäss unseren Berechnungen auf 25% erhöht. Dennoch gehen wir davon aus, dass in diesem und im nächsten Jahr eine globale Rezession vermieden werden kann. Nicht zuletzt, weil die Unternehmen die konjunkturelle Lage immer noch recht zuversichtlich einschätzen. So haben sich die Einkaufsmanagerindizes zwar abgeschwächt, sie notieren aber weiterhin komfortabel oberhalb der kritischen Marke von 50 Punkten (Grafik 2). Zudem sollten die während der Pandemie angehäuften Ersparnisse, die wachsende Beschäftigung und die Aufhebung der Coronarestriktionen in den meisten Ländern der Welt für eine bessere Entwicklung des privaten Konsums sorgen, als es die stark eingetrübte Konsumentenstimmung nahelegt. Prominente Ausnahme bildet China, dessen Wirtschaft wegen der strikten Null-Covid-Strategie vor schwierigen Monaten steht und deutlich schwächer wachsen wird als von der Regierung angestrebt.

Notenbanken auf schwieriger Mission

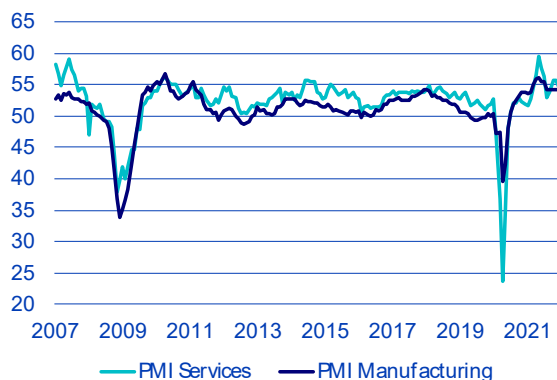
Lange Zeit waren die Notenbanken davon ausgegangen, dass der starke Anstieg der Teuerung nur ein vorübergehendes Phänomen darstellt und sich die pandemiebedingten Ungleichgewichte rasch wieder auflösen werden.

Grafik 1: Weltwirtschaftswachstum sinkt unter Potenzial
Wachstumsrate von Quartal zu Quartal



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 2: Einkaufsmanagerindizes (PMI) signalisieren
Fortsetzung des Wachstums



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Die Entwicklungen der letzten Monate haben sie aber eines Besseren belehrt. Der anfangs weitgehend auf den Energiebereich und einzelne Güterkategorien beschränkte Preisdruck hat sich auf praktisch alle Lebensbereiche ausgeweitet und verlangt nach einer entschlossenen Antwort der Notenbanken, zumal sie noch weit von einer neutralen Geldpolitik entfernt sind. Die traditionelle Wirtschaftstheorie besagt zwar, dass Notenbanken den Leitzins nur bei als dauerhaft angesehenen Effekten anpassen sollten, während vorübergehende Schocks ignoriert werden können. Dies gilt insbesondere dann, wenn der Schock von der Angebotsseite der Wirtschaft ausgeht, da höhere Leitzinsen die Nachfrage belasten, nicht aber das Angebot erhöhen. Die Ausnahme von der Regel gilt aber dann, wenn ein Angebotsschock die langfristigen Inflationserwartungen zu erschüttern droht. In dieser Situation befinden wir uns heute, haben sich die Inflationserwartungen in den letzten Wochen doch stark erhöht und drohen, sich aus der jahrelangen Verankerung zu lösen (Grafik 3). Dies gilt es zu verhindern, da die Geldpolitik sonst zu einem späteren Zeitpunkt deutlich restriktiver werden müsste, um die erhöhten Inflationserwartungen wieder einzudämmen.

Fed schreitet nun rasch voran

In den USA, wo das Inflationbild besonders angespannt ist, hat die Notenbank ihren geldpolitischen Kompass bereits neu ausgerichtet. An den nächsten beiden Sitzungen im Mai und Juni rechnen wir mit einer Leitzinserhöhung von 50 Basispunkten und mit weiteren Zinsschritten von jeweils 25 Basispunkten an jeder der verbleibenden vier Notenbanksitzungen in diesem Jahr.

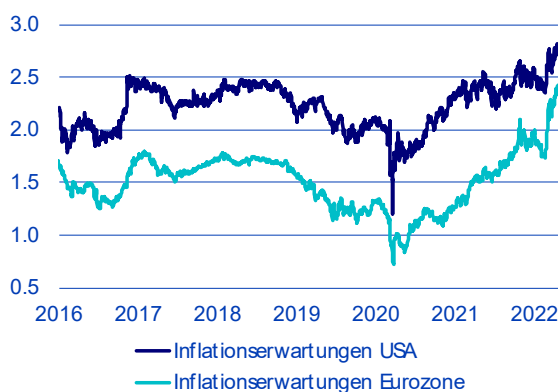
Ende Jahr läge der Leitzins damit bei 2.5%, bevor das Fed die Geldpolitik im kommenden Jahr in den restriktiven Bereich verschärfen wird. Auch andere Notenbanken werden das Tempo der geldpolitischen Normalisierung erhöhen. So haben wir unsere Prognose zum ersten Zinsschritt der EZB von Dezember auf September korrigiert, im Fall der australischen Notenbank gehen wir aufgrund der stark gestiegenen Teuerung von einer Leitzinsanhebung bereits im Juni aus. Mit einer rascheren Anpassung der Leitzinsen rechnen wir auch in Kanada. Die SNB dürfte im Dezember den Einlagensatz auf -0.5% erhöhen und Mitte 2023 bei 0% ankommen (Grafik 4).

Viel Gegenwind an den Finanzmärkten

An den Finanzmärkten sorgen die geldpolitische Verschärfung und die Unwägbarkeiten aus dem Ukraine Krieg für beträchtlichen Gegenwind. Der seit Anfang Jahr zu beobachtende rasante Renditeanstieg ist unserer Ansicht nach noch nicht zu Ende, da die hohen Inflationsraten nur langsam zurückgehen. Das Gros des Renditeanstiegs liegt aber hinter uns. Auch die Aktienmärkte beurteilen wir zurückhaltender als noch vor Monatsfrist, insbesondere den nach wie vor hoch bewerteten US-Aktienmarkt und Aktien aus der dem Ukraine-Krieg stark ausgesetzten Eurozone.

Grafik 3: Inflationserwartungen sind deutlich angestiegen

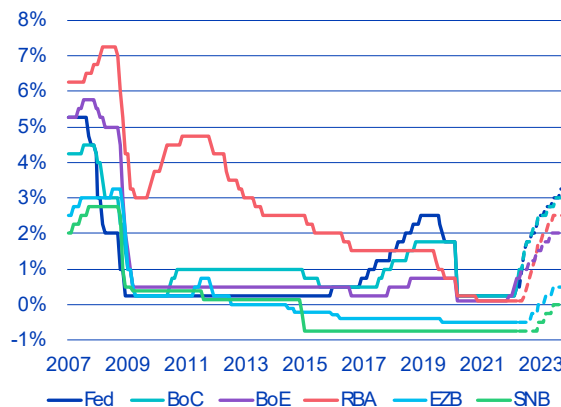
Forward Inflation Linked Swap 5y/5y



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

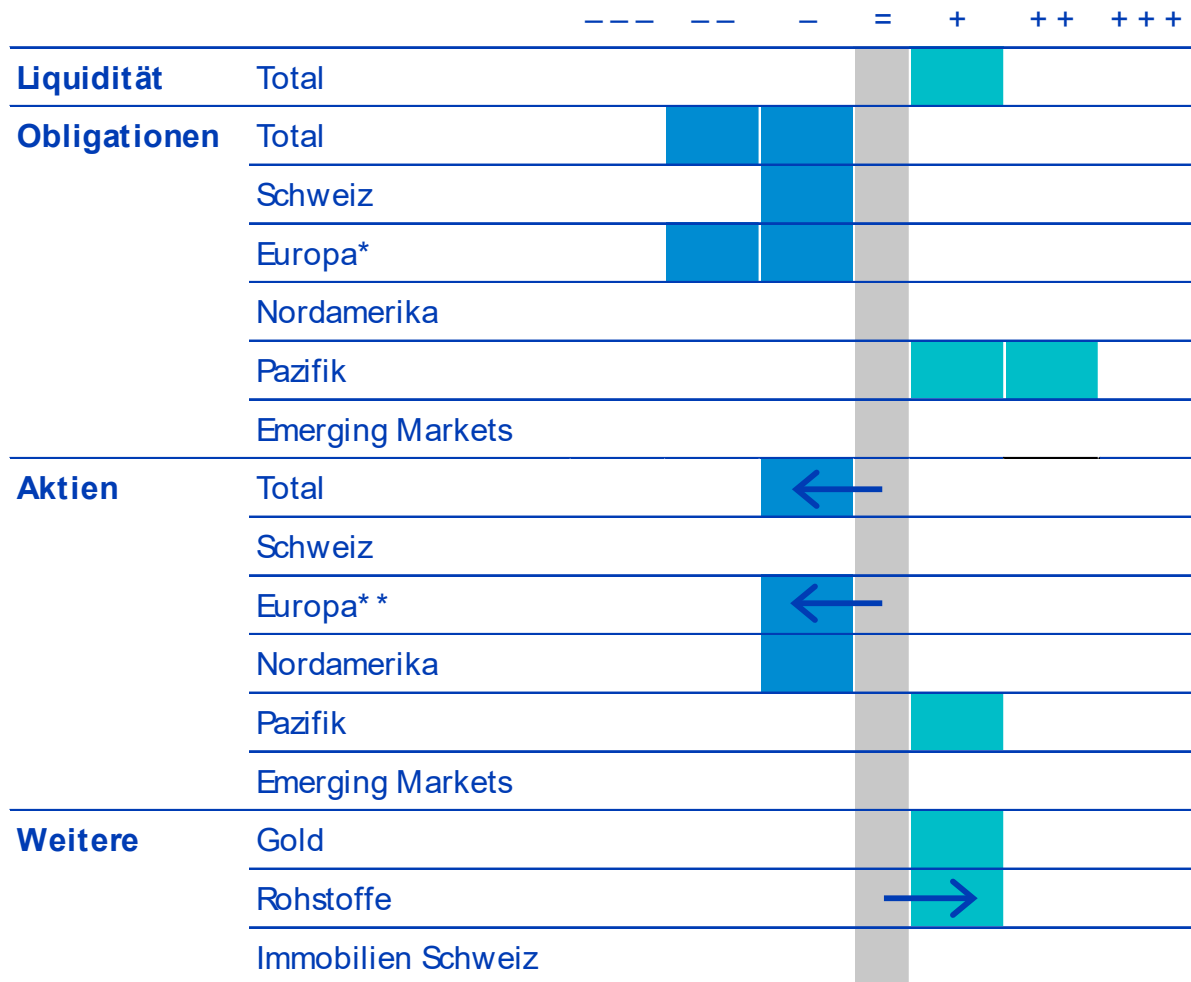
Grafik 4: Notenbanken ändern den geldpolitischen Kurs

Prognostizierte Entwicklung der Leitzinsen bis Ende 2023



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Aktuelle Anlagepositionierung basierend auf der Anlagestrategie «Ausgewogen» in CHF



Legende

- Untergewichtet | = Neutral | + Übergewichtet
- * EUR und GBP | ** Europäische Wirtschafts- und Währungsunion sowie Grossbritannien
- ← Veränderung gegenüber dem Vormonat

Interpretation: Die langfristige strategische Asset Allokation (SAA, grauer Balken) stellt die neutrale Positionierung der Anlageklassen dar. Die monatliche taktische Asset Allokation (TAA) kann aufgrund der aktuellen Marktgeschehnisse und der Geopolitik von der SAA abweichen. Die Abweichung erfolgt mittels Über- bzw. Untergewichtung (blaue Balken) der einzelnen Anlageklassen. Veränderungen der Positionierung gegenüber Vormonat werden mit Pfeilen angezeigt. Die ausgewiesenen Gewichtungen gelten für in der Schweiz domizilierte Kunden mit der Anlagestrategie «Ausgewogen» in Schweizer Franken. Portfolios von Kunden mit Domizil im Ausland können unterschiedliche Allokationen ausweisen.

Gegenwind für die Finanzmärkte

Inflationsbekämpfung hat Priorität

- In vielen Volkswirtschaften der Welt liegen die Teuerungsraten deutlich über den Zielen der jeweiligen Notenbanken. Dies erfordert ein rasches und entschlossenes Handeln, um die Inflationserwartungen im Zaum zu halten. Die US-Notenbank steht dabei besonders unter Beobachtung – sie wird ihren Leitzins bis Ende 2022 in mehreren Schritten bis auf 2.5% anheben.
- Der Ukraine-Krieg, die Null-Covid-Strategie Chinas und die weltweit hohen Inflationsraten haben die Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft seit Anfang Jahr spürbar eingetrübt. Somit ist das Risiko einer Stagflation gestiegen.
- Erhöhte Energiepreise und anhaltende Lieferengpässe lassen nur ein langsames Sinken der Inflationsraten zu.

Obligationen

Zinsdifferenz spricht gegen die Schweiz

Durch die wachsende Zinsdifferenz zu anderen Regionen wird sich der CHF gegenüber den Hauptwährungen abschwächen. In der Schweiz bietet das tiefere Renditeniveau zudem weniger Schutz gegen Renditeanstiege. Wir sind bei CHF-Obligationen untergewichtet investiert.

Risiken für Europa bleiben erhöht

In Europa wird die Bank of England ihre Geldpolitik straffen. GBP-Obligationen weisen aufgrund ihrer langen Laufzeiten ein erhöhtes Zinsrisiko auf. Im Euroraum steigt das Risiko bei den südländischen Staatsanleihen durch ein geringeres Ankaufsvolumen der Europäischen Zentralbank. Für die Region Europa resultiert insgesamt eine Untergewichtung.

Der pazifische Raum ist weiterhin attraktiv

Australische Obligationen sind wegen der übertriebenen Markterwartungen hinsichtlich Leitzinserhöhungen der Reserve Bank of Australia attraktiv. In Japan neutralisiert die Geldpolitik die Zinsrisiken und der Yen ist im aktuellen Umfeld unterbewertet. Somit sind wir bei Obligationen Pazifik Übergewichtet positioniert.

Aktien

Konjunkturdynamik in Europa leidet

Die Eurozone leidet wegen der geografischen Nähe zur Ukraine besonders stark unter dem Krieg, wobei die Wahrscheinlichkeit einer Eskalation jüngst gestiegen ist. Beim

britischen Aktienmarkt sehen wir aufgrund seiner niedrigen Bewertung sowie der energie- und rohstofflastigen Sektorstruktur zwar überdurchschnittliches Potenzial. Insgesamt nehmen wir Europa durch eine Reduzierung der Eurozone ins Untergewicht.

In Nordamerika bleibt Kanada favorisiert

Die hoch bewerteten US-Aktien bekommen die härtere Gangart der US-Notenbank zu spüren. Kanadische Aktien hingegen profitieren von ihrer niedrigeren Bewertung und der vorteilhafteren Sektorstruktur. Insgesamt sind wir in der Region Nordamerika leicht untergewichtet investiert.

Ausblick für Schwellenländer durchzogen

Zwar belasten die geopolitischen Risiken die Schwellenländeraktien nach wie vor, doch bietet deren niedrige Bewertung das Potenzial für positive Überraschungen bei guten Nachrichten. Deshalb sind wir neutral positioniert.

Weitere Anlageklassen

Szenario spricht für Gold und Rohstoffe

Mit dem Entscheid Russlands, die Gaslieferungen an einzelne europäische Staaten einzustellen, hat sich das Risiko einer Eskalation und weiterer Sanktionen im Ukraine-Krieg erhöht. Damit werden noch höhere Energie- und Rohstoffpreise wahrscheinlicher. Folglich sind wir bei Rohstoffen neu Übergewichtet. Als weitere Absicherung halten wir an unserer erhöhten Positionierung in Gold fest.

Inflation spricht für Rohstoffe

Inflation und Geldpolitik belasten Obligationen

Die Renditen an den globalen Anleihenmärkten sind im vergangenen Monat erneut angestiegen. Es stellt sich die berechnete Frage, wie lange das bei einer nachlassenden Konjunkturdynamik noch so weitergehen kann. Da die Konjunkturindikatoren auf Wachstum hindeuten, liegt der Fokus der Marktteilnehmer auf der deutlich erhöhten Inflation und der restriktiveren Haltung der Notenbanken. Beides spricht dafür, dass der Aufwärtsdruck auf die Renditen noch nicht abebbt. Wir sind deshalb bei den Obligationen untergewichtet investiert, sehen aber weiterhin Chancen in der regionalen Allokation.

Chancen im pazifischen Raum

Die Bank of Japan (BoJ) musste die Obergrenze bei den 10-jährigen Staatsanleihen erneut mit Interventionen verteidigen. Wir halten es daher für wahrscheinlich, dass die BoJ in den nächsten Monaten die Zinskurvenkontrolle der 10-jährigen Staatsanleihen adjustieren wird und das Zielband ausweitet (Grafik 1). Ein solcher Schritt dürfte dem Abwärtsdruck des Yen entgegenwirken. Das Signal, dass die BoJ eine gewisse Flexibilität zeigt, wird zusammen mit der bereits sehr pessimistischen Investorenstimmung bei der japanischen Währung eine Gegenbewegung begünstigen. Die Zinserwartungen in Australien sind hingegen überzogen, sodass Obligationen aus Down Under weiterhin attraktiv sind. Wir halten im pazifischen Raum an der übergewichteten Positionierung fest.

Druck auf die EZB nimmt zu

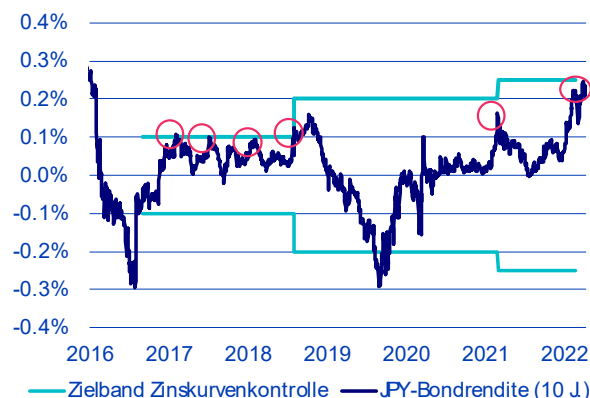
Bei europäischen Obligationen sehen wir weniger Potenzial. Die Inflation in der Eurozone hat markant zugenommen und der Druck auf die EZB wird deshalb immer grösser, ihre Geldpolitik schneller zu straffen. Der Inflationsswap (5Y5Y) hat die Schwelle von 2% deutlich überschritten. Er hat sich auch von der engen Korrelation mit dem Ölpreis gelöst, was auf einen breit abgestützten Anstieg der längerfristigen Inflationserwartungen hindeutet (Grafik 2).

Rohstoffe neu übergewichtet

Mit dem Entscheid Russlands, die Gaslieferungen an einzelne europäische Staaten einzustellen, sind die Risiken einer Eskalation im Ukraine-Krieg gestiegen. Damit werden höhere Energiepreise wahrscheinlicher. Der Rohstoffreichtum Russlands beschränkt sich überdies nicht nur auf Energieträger, sondern schliesst auch eine führende Position bei verschiedenen Getreidesorten sowie Industrie- und Edelmetallen mit ein, deren Preise im Eskalationsfall insgesamt wohl ebenfalls ansteigen würden. Bezogen auf den ganzen Rohstoffkomplex, der unüblicherweise im aktuellen Umfeld mit der positiven Rollrendite eine zusätzliche Ertragsquelle bietet, muss bei Russland gar vom weltweit grössten Rohstoffexporteur gesprochen werden. Alles in allem hat sich trotz eines erhöhten Preisniveaus das Chancen-Risiko-Profil der Anlageklasse verbessert, sodass wir Rohstoffe neu übergewichten.

Grafik 1: Anpassung des Zielbands nach Interventionen

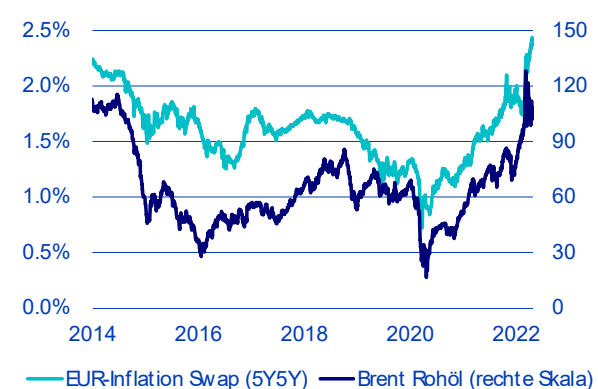
Renditen 10j.-Staatsanleihen, rote Kreise = BoJ-Interventionen



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv, Bank of Japan

Grafik 2: Inflationserwartung von Ölpreisen entkoppelt

EUR-Inflation Swap als Indikation für Inflationserwartungen



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Aktien: Rohstoffzyklischer und defensive Sektoren im Fokus

KGV-Rückgang am US-Aktienmarkt erwartet

Vor dem Hintergrund unserer Erwartungen für die Geldpolitik der US-Notenbank (Fed) sehen wir am Aktienmarkt die grösste Herausforderung in seiner Bewertung. *Grafik 3* zeigt die Entwicklung der Fed-Bilanz und des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) des Aktienmarkt USA. Beide weisen seit der Finanzkrise einen hohen Gleichlauf auf. Zwar rechtfertigten Gewinnzuwächse im Laufe der Jahre steigende Kurse. Die Geldpolitik und eine niedrige Inflation sorgten aber gleichzeitig dafür, dass die Bewertung ebenfalls zunahm. Mittlerweile lässt die Teuerung jedoch keine expansive Geldpolitik mehr zu. So erwarten wir einen monatlichen Bilanzabbau von USD 95 Mrd ab Mai und kräftige Leitzinsanhebungen. Mit einem derartigen geldpolitischen Ausblick liess sich das aktuelle KGV des US-Marktes nur noch mit einem weit überdurchschnittlichen Gewinnwachstum rechtfertigen. Dieses erwarten aber weder wir noch der Konsensus.

Inflationszyklischer bleiben attraktiv

Auch die jüngsten globalen Inflationszahlen bewegten sich auf jahrzehntelang nicht gesehenen Niveaus. Die Lock-downs in den Wirtschaftsmetropolen Chinas und der Krieg in der Ukraine sprechen nicht dafür, dass sich der Preisdruck schnell abbaut. Wir setzen daher weiterhin auf Sektoren, bei denen wir davon ausgehen, dass ihre Mitgliedsunternehmen gute Chancen haben, Preissteigerungen an Kunden weiterzugeben. Dazu zählen wir die Rohstoffzyklischer, aber auch defensive Sektoren wie Gesundheit, nichtzyklischer Konsum oder die Versorger.

Diese Präferenzen sind typisch für die reife Phase eines Konjunkturzyklus, in der die Wirtschaft zwar noch wächst, der Inflationsdruck die Zentralbanken aber zum Handeln zwingt und Investoren immer zahlreicher ein mögliches Ende des Aufschwungs zu antizipieren versuchen. Die regionale Strategie lässt sich zwar nicht eins zu eins aus den sektoralen Präferenzen ableiten, aber die aktuellen Favoriten sprechen nach wie vor eher für eine überdurchschnittliche Aktienmarktentwicklung in Kanada, Australien und Grossbritannien. Alle drei Märkte haben allerdings auch ein relativ hohes Gewicht an Finanzdienstleistern in ihren Indizes. Diese profitieren zwar von höheren Renditen am Anleihenmarkt, eine restriktivere Geldpolitik und Konjunktursorgen machen ihnen jedoch zu schaffen. In Summe erachten wir die drei Märkte aber weiterhin als attraktiv.

Japanische Aktien mit Abkopplung vom Yen

Der japanische Yen hat in den vergangenen Monaten deutlich an Wert gegenüber dem US-Dollar verloren. In der Vergangenheit resultierte daraus häufig eine überdurchschnittliche Aktienmarktentwicklung (*Grafik 4*), weil dies die Gewinne vor allem der grossen exportorientierten Unternehmen steigen liess. Bislang macht sich ein solcher Rückenwind allerdings noch nicht bemerkbar, was wir vor allem auf die globalen Konjunkturrisiken zurückführen. Trotzdem sehen wir für Japan ein höheres Gewinnüberraschungspotenzial als bei vergleichbaren zyklischen Märkten wie zum Beispiel der Eurozone.

Grafik 3: Liquiditätsversorgung und Aktienbewertung

KGV sinkt in Erwartung eines restriktiveren Fed



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 4: Wechselkurs und japanische Aktien

Yen-Schwäche bietet Potenzial



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Plastic Fantastic?

Von Silke Humbert

Ölindustrie in Bedrängnis

Grosse Ölunternehmen stehen aufgrund der durch fossile Energieträger verursachten Klimaerwärmung vor grossen Herausforderungen. In den letzten Wochen standen ausnahmsweise nicht die als Energiequelle genutzten fossilen Energieträger, sondern aus Öl und Gas hergestellte Produkte im Mittelpunkt: Plastikartikel. Die Bedrohungslage aus Sicht der Ölindustrie ist dieselbe: Ein Drittel der Nachfrage nach Öl ist der Petrochemie zuzuordnen und bislang ist man hier von einem starken Wachstum ausgegangen.

Bloss eine Konferenz mehr oder ein Meilenstein?

Die Umweltversammlung der Vereinten Nationen (UN) hat im April eine Resolution verabschiedet, um das erste globale Abkommen zur Vermeidung von Plastikmüll zu schaffen. Von der Resolution über das Abkommen bis hin zur effektiven Reduktion des Plastikmülls ist es natürlich ein langer Weg. Das Besondere an der Resolution ist aber, dass alle Unterzeichnerstaaten einer rechtlichen Verbindlichkeit zugestimmt haben. Das Abkommen könnte neben Zielgrössen für das Recycling auch einen Verzicht auf Einwegkunststoffe oder eine Obergrenze für die Kunststoffproduktion beinhalten.

Viele Vorzüge – aber eine ökologische Bedrohung

Der Siegeszug von Plastik ist einfach zu erklären: Es ist günstig herzustellen, leicht, vielseitig einsetzbar, strapazierfähig und robust. So robust nämlich, dass es sich nicht biologisch abbaut, sondern nach vielen Jahren in Mikroplastik zerfällt. Und da sind wir auch schon bei den Nachteilen. Mikroplastik reichert sich in der Umwelt an und gefährdet Lebewesen und Ökosysteme.

Selbst wenn ab heute kein Plastik mehr produziert würde, würde sich die Menge an Mikroplastik in den Meeren durch den langsamen Zerfallsprozess innerhalb von 30 Jahren

mehr als verdoppeln. Zählt man das bis heute produzierte Plastik zusammen, kommt auf jeden heute lebenden Menschen eine Tonne Plastik. Es wäre allerdings falsch, nur an Plastikstrohhalm oder Plastiktüten zu denken (*Abbildung 1*). Während Einweg- und Verpackungsartikel aus Plastik sicherlich reduziert werden können, bleiben immer noch viele Produkte, in denen Plastik nicht leicht zu ersetzen ist. Zum Beispiel in medizinischen Geräten, Solarpanels oder Rotorblättern für Windkraftanlagen. Hier müsste das Recycling ansetzen. Die Recyclingquote von Plastik ist mit bislang 10% sehr gering.

Wie sind die Reaktionen auf die Konferenz ausgefallen?

Während Politiker und Umweltschützer von der wichtigsten internationalen Umweltvereinbarung seit den Pariser Klimazielen sprechen, berichtet die Nachrichtenagentur Reuters über die versuchte Einflussnahme der amerikanischen Lobbyorganisation American Chemistry Council (ACC) gegen ein Zustandekommen der Resolution. Vielleicht ist es für die Ölindustrie Zeit, sich an einem anderen Slogan zu orientieren: Von «Plastic Fantastic» zu «Entweder bist du Teil der Lösung oder Teil des Problems».

Quellen: IEA (2018). The Future of Petrochemicals.

Alfred-Wegener-Institut, WWF Deutschland (2022). Die Auswirkungen von Plastikverschmutzung in den Ozeanen auf marine Arten, die biologische Vielfalt und Ökosysteme.

Ritchie, H., Moser, R. (2018). Our World in Data.

IEA (2018). The Future of Petrochemicals.

Geyer, R., Jambeck, J.R., Lavender Law K. (2017). Production, use, and fate of all plastics ever made. Science Advances.

Transithandel – Drehscheibe Schweiz

Angesichts der durch die russische Armee verübten Gräueltaten in der Ukraine reissen die Diskussionen über ein Embargo von russischem Erdöl nicht ab. Einige Exponenten fordern, den gesamten Rohstoffhandel mit Russland einzustellen. Dabei steht auch die Schweiz immer wieder unter Beobachtung, ist unser Land doch ein wichtiger Spieler im globalen Rohstoffhandel. Wie wichtig, insbesondere für den Handel mit russischem Erdöl, darüber scheiden sich indes die Geister. Detaillierte Statistiken zum Schweizer Transithandel sind bis heute Mangelware. Unter Transithandel versteht man grob all jene Geschäfte, bei denen Rohstoffe gekauft und verkauft werden, ohne dass die Güter die Schweizer Grenze jemals überschreiten. Der Bundesrat hatte 2018 in einem Bericht festgehalten, dass regelmässige offizielle Statistiken zur Rohstoffbranche veröffentlicht werden sollen. Letztes Jahr hat das Bundesamt für Statistik zum ersten Mal eine offizielle Schätzung über die Anzahl der Beschäftigten im Rohstoffhandel publiziert. So zählt die Schweiz rund 900 Rohstoffhändler, die gut 9'800 Personen beschäftigen. Dies entspricht gerade mal knapp 0.2% aller Beschäftigten in der Schweiz. Ganz anders sieht es dagegen beim Wertschöpfungsbeitrag des Transithandels aus. Gemäss volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung beträgt dieser rund 6% des Schweizer Bruttoinlandsprodukts (BIP). Wieviel davon auf Geschäfte mit Russland entfallen, darüber schweigt die offizielle Statistik. Ausser Zweifel steht indes, dass die Schweiz ein bedeutender Handelsplatz für russische Rohstoffe ist.

Wie kommt es, dass ein kleines, notabene rohstoffarmes Binnenland wie die Schweiz zu einem Hotspot für den Transithandel geworden ist? Wie die Schweizer Historikerin Lea Haller in ihrem 2019 publizierten Buch «Transithandel» schreibt, waren es die vorteilhaften politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Bereits im 19. Jahrhundert reisten kapitalkräftige Kaufleute nach Indien, Afrika und Südostasien und sondierten Exportmöglichkeiten. Die offizielle Schweiz unterstützte sie dabei mit Freundschafts-

und Handelsverträgen, die sie mit Ländern in diesen Regionen abschloss. Dadurch hatten bereits Ende des 19. Jahrhunderts mehrere wichtige Rohstoffhändler ihren Hauptsitz in der Schweiz. Sie nutzten die politische Stabilität und profitierten gleichzeitig von den kolonialen Infrastrukturen der europäischen Mächte. Zudem boten Schweizer Banken Rohstoffhändlern ein ideales Umfeld, hatten sie doch neben Problemen wie staatlichen Kapitalverkehrskontrollen, Währungsabwertungen und Preisschwankungen vor allem auch einen exorbitant hohen Kapitalbedarf. Nach dem Ölpreisschock in den 1970er-Jahren erfuhr der Rohstoffhandel eine neue Dynamik. Nicht mehr langfristige Lieferverträge waren gefragt, sondern der Handel «on the spot», also Kontrakte mit einer Erfüllungsfrist von wenigen Tagen waren der letzte Schrei. Damit erfuhr das Akkreditivgeschäft eine Wiederbelebung. Die Bank lieh dem Händler das Geld nicht mehr aufgrund dessen Bilanz oder Kreditwürdigkeit aus, sondern gegen den Wert der Fracht. Das Zusammenspiel von politischer Stabilität, einem starken Bankensektor und internationaler Verflechtung machte die Schweiz also zur globalen Drehscheibe des Transithandels.

Droht diese Drehscheibenfunktion mit dem Ukraine-Krieg zu erodieren? Nein. Ein Embargo des Westens von russischem Erdöl würde aufgrund des Wertschöpfungsbeitrages aus dem Transithandel zwar eine Rezession in der Schweiz auslösen, angesichts der wenigen betroffenen Arbeitsstellen würde die Rezession aus gesamtwirtschaftlicher Sicht aber nur schwach spürbar sein. Stärker ins Gewicht fällt die bereits seit Jahren zunehmende internationale Konkurrenz. Insbesondere Singapur bietet ebenfalls ein gedeihliches Umfeld für Rohstoffhändler. Im erwähnten Bericht des Bundesrates von 2018 bekennt sich dieser dezidiert zum Rohstoffhandel, da er nicht zuletzt die Wettbewerbsfähigkeit und Integrität des Wirtschaftsstandorts Schweiz stärke. Der politische Wille ist also da, dass die Schweiz weiterhin eine Drehscheibe für den Transithandel bleiben wird.

Was ist der Basiseffekt?

Nicht nur im Zeitalter der Information ist das Erfassen und Auswerten von Daten unabdingbar. Statistiken helfen uns in unterschiedlichen Lebensbereichen, Daten und Zusammenhänge zu analysieren, Vorgänge besser zu verstehen sowie Muster und Trends zu erkennen. Zum Einsatz kommen sie häufig in der Forschung, in der Industrie oder in der Medizin. Selbstverständlich findet die Statistik auch in der Volkswirtschaft ihre Verwendung. Dabei ist der Basiseffekt ein bekanntes statistisches Phänomen. Er beschreibt den Effekt, wonach die prozentuale Veränderung von der absoluten Höhe des Grundwerts abhängt. Doch was bedeutet das genau?

Der statistische Basiseffekt lässt sich gut am Beispiel der Inflationsrate erklären. Sie bildet die Preisentwicklung eines typischen Warenkorbs mit alltäglichen Gütern und Dienstleistungen eines durchschnittlichen Haushalts im Laufe der Zeit ab. Die prozentuale Veränderung des Preises für diesen Warenkorb wird als Inflationsrate bezeichnet. Meist wird diese Abweichung im Vergleich zum Vorjahr angegeben. Ist der Vorjahreswert aufgrund ausserordentlicher Umstände besonders tief oder hoch, so fällt der Basiseffekt dementsprechend stark aus. Dies kann dann dazu führen, dass die Inflationsrate verzerrt beziehungsweise über- oder unterschätzt wird.

Derzeit sorgen vor allem die Energiepreise für erhebliche Basiseffekte. Sie sind seit einigen Monaten der entscheidende Treiber für die hohen Inflationsraten. Während der

Covid-19-Pandemie standen viele Wirtschaftszweige still. Es wurde weniger produziert und die geringere Nachfrage führte zu sinkenden Energiepreisen. Im vergangenen Jahr hat die Wirtschaft nach zahlreichen Lockdowns wieder an Fahrt aufgenommen, was die Energienachfrage befeuert hat. Der Ende Februar ausgebrochene Krieg in der Ukraine trägt nun noch zusätzlich zu steigenden Energiepreisen bei. Konsumenten spüren die teurere Energie im Geldbeutel, da sie für Treibstoff an der Zapfsäule oder für das Heizen mit Öl und Gas deutlich mehr bezahlen müssen. Weil die Vergleichsbasis der Energiepreise aus dem Jahr 2021 tief ist, fällt die aktuelle Inflationsrate folglich markant höher aus.

Wetterereignisse, Lieferengpässe oder Anpassungen der Mehrwertsteuer sind typische Einmaleffekte, welche die Inflationsrate im Vergleich mit vorherigen Perioden stark verzerren können. Wichtig ist also, die Werte verschiedener Perioden saisonbereinigt zu vergleichen – sei es zum Vorjahr, Vorquartal oder Vormonat – und diese unter Berücksichtigung von Sondereffekten ganzheitlich zu analysieren. Ein Vergleich kürzerer Perioden hilft beispielsweise, eine Dynamik zeitnah zu erkennen, birgt aber das Risiko, dass entscheidende Entwicklungen ausgeblendet werden. Übrigens: Diese Ausführungen gelten ebenfalls für das aus dem Bruttoinlandsprodukt abgeleitete Wirtschaftswachstum und viele andere Berechnungen. Überall spielt das statistische Phänomen des Basiseffekts eine wichtige Rolle.

AEK Anlagepublikationen

Drei AEK Anlagepublikationen stehen Ihnen im Online-Abo zur Verfügung:

AEK Börsen-Newsletter

Tägliche Ausgabe mit News aus den Aktien-, Devisen- und Rohstoffmärkten sowie neueste Unternehmensnachrichten

AEK Anlagebarometer

Monatliche Ausgabe über konjunkturelle Themen, Wirtschaft und Entwicklungen an den Märkten. Ebenfalls enthalten sind unsere aktuelle Anlagepolitik und diverse Anlageideen

AEK Anlagen aktuell

Monatliche Ausgabe mit Neuigkeiten aus dem AEK Anlagekomitee inklusive Kurzübersicht über die aktuelle Anlagepositionierung

Jetzt anmelden unter:
aekbank.ch/anlagepublikationen

Bei Fragen kontaktieren Sie uns unter Tel. +41 33 227 31 00

Disclaimer:

Das vorliegende Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Dieses Dokument wurde mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die AEK BANK 1826 und die Zürcher Kantonalbank bieten jedoch keine Gewähr für dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnen jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben.

Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Bezug eines Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Sofern Beiträge in dieser Publikation durch Organisationseinheiten erstellt wurden, welche den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (herausgegeben durch die Schweizerische Bankiervereinigung) unterliegen, ist dies in der Fusszeile entsprechend vermerkt.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht an Personen, die möglicherweise US-Personen nach der Definition der Regulation S des US Securities Act von 1933 sind, verteilt und/oder weiterverteilt werden. Definitionsgemäss umfasst «US Person» jede natürliche US-Person oder juristische Person, jedes Unternehmen, jede Firma, Kollektivgesellschaft oder sonstige Gesellschaft, die nach amerikanischem Recht gegründet wurde. Im Weiteren gelten die Kategorien der Regulation S.

Dieses Dokument stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung oder Einladung zur Zeichnung oder zur Abgabe eines Kaufangebots für irgendwelche Wertpapiere dar, noch bildet es eine Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Dieses Dokument ist kein Prospekt im Sinne von Artikel 652a bzw. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts oder Artikel 27 ff. des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange AG. Bei dieser Publikation handelt es im Sinne von FIDLEG um eine Werbung.