

INSIGHT

VIERTELJÄHRLICHE MARKTANALYSE

3Q 2021

SCHWERPUNKTE DIESER AUSGABE:



GLOBALE STRATEGISCHE VERMÖGENSAUFTEILUNG



GLOBALE WERTPAPIERAUSWAHL



REGIONALE VERMÖGENSAUFTEILUNG



REGIONALE PORTFOLIOZUSAMMENSETZUNG

Ein deutlich stärkerer Aufschwung



ÜBERBLICK

Es war die beste Zeit, es war die schlechteste Zeit

SCHWEIZ

Die knifflige Aufgabe, das Rentensystem zu reformieren

LATEINAMERIKA

Wird riskanter

SONDERSCHWERPUNKT

Disruption in der Finanzbranche

ÜBERBLICK

2020 war eines der schlechtesten Jahre für das Weltwirtschaftswachstum, dieses Jahr dürfte eines der besten werden. Der Aufschwung ist deutlich stärker, als viele noch vor wenigen Monaten erwarteten.

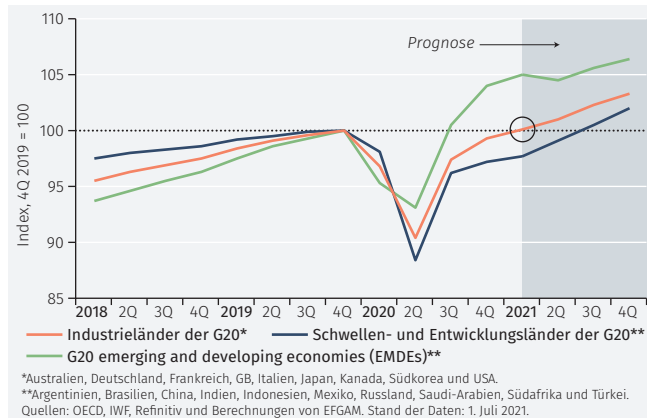
Eine deutlich stärkere Erholung der Weltwirtschaft

„Es war die beste Zeit, es war die schlechteste Zeit“¹ ist eine treffende Zusammenfassung der weltwirtschaftlichen Entwicklung in diesem und im letzten Jahr.

Für dieses Jahr prognostiziert die Weltbank die stärkste Erholung der Weltwirtschaft nach einer Rezession seit über achtzig Jahren.² Die Fed wiederum hat ihre Prognose für das BIP-Wachstum in den USA von 4,2 % vor gerade einmal sieben Monaten auf 7 % nach oben korrigiert.³

Letztes Jahr ging in den USA das reale BIP so stark zurück wie nie mehr seit dem Zweiten Weltkrieg, für die Eurozone war es der stärkste Einbruch seit der Einführung des Euro 1999 und das Vereinigte Königreich verzeichnete im Jahr 2020 den stärksten Abschwung seit 1706 – als sich das Land im Krieg mit Frankreich befand.

1. BIP der G20 – wieder auf Vorkrisenniveau

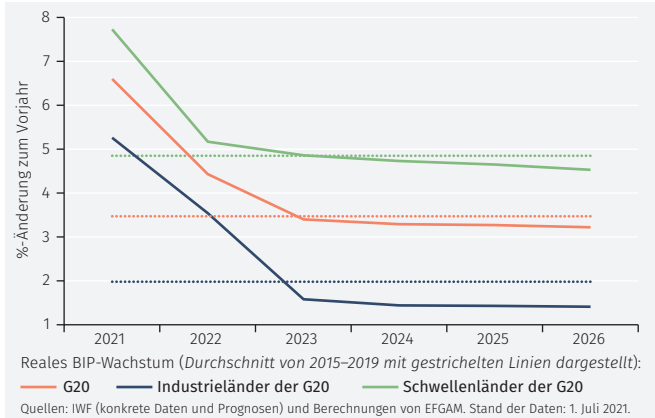


Für die G20-Volkswirtschaften insgesamt lag das reale BIP im ersten Quartal 2021 bereits über dem Niveau von vor der Covid-19-Krise (siehe Abb. 1). Das Feld führte China an, doch auch Südkorea und Australien lagen über ihrem Vorpandemieniveau. Die USA dürften diese bedeutende Marke im zweiten Quartal überschreiten und in den meisten europäischen Volkswirtschaften wird das BIP Ende 2021/Anfang 2022 nahe dem Niveau von vor der Pandemie liegen. Während die fiskalpolitische Reaktion zur Stützung der US-Wirtschaft rasch erfolgte und massiv war, sind die Konjunkturmaßnahmen in der Eurozone zwar ebenfalls umfangreich, aber mit Schwerpunkten wie Reduzierung der CO₂-Emissionen und Einführung digitaler Technologien längerfristig angelegt.

Schnelles Wachstum wird nicht von Dauer sein

Was ist zu erwarten, wenn die Wirtschaftstätigkeit ihr Niveau von vor Covid-19 erreicht? Die Wachstumsraten dürften angesichts des Nachholbedarfs – insbesondere in den Bereichen Reisen, Ferien und Unterhaltung – eine Zeit lang hoch bleiben. Doch mit Blick auf das Jahr 2023 und darüber hinaus befürchten viele (insbesondere der IWF, dessen Prognosen in Abb. 2 dargestellt sind), dass das

2. Wachstum der G20 – Rückkehr zur „Normalität“?

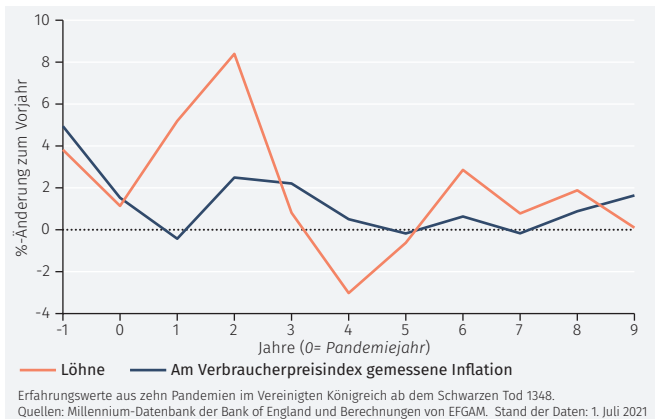


Wachstum unter das Vorpandemieniveau sinken wird. Anlass zur Sorge geben verschiedenste Aspekte. In vielen Industrieländern und in China ist ein langsames Wachstum der Bevölkerung und der Erwerbsbevölkerung zu beobachten. Die schwache Produktivitätsentwicklung ist nach wie vor ein Grund zur Besorgnis. Ein Land kann seinen Wohlstand praktisch nur dann erhöhen, wenn es ihm gelingt, die Produktion je beschäftigte Person zu steigern. Paul Krugman formulierte diesen Zusammenhang so: „Produktivität ist nicht alles, aber auf lange Sicht ist sie fast alles.“ Die Qualität der für diese Produktionssteigerung benötigten Infrastruktur variiert sowohl in den traditionellen Bereichen (Verkehr, Strom, Wasser, Abwassersysteme) als auch in der digitalen Welt enorm. Ausbau und Optimierung hat überall Priorität

Inflationsdruck dürfte zurückgehen

Die Inflation stellt die andere große wirtschaftliche Unwägbarkeit in den kommenden Monaten dar. In vielen Volkswirtschaften, allen voran in den USA, hat die Inflation wieder angezogen. Es wird befürchtet, dass dies eine neue, stärker

3. Pandemie, Inflation und Löhne



¹ Die erste Zeile aus *Eine Geschichte aus zwei Städten* von Charles Dickens.

² *Global Economic Prospects* der Weltbank, Juni 2021. <https://tinyurl.com/yz35efjr>

³ *Summary of Economic Projections*, der Fed. Gemessen als Wachstum zwischen dem vierten Quartal des laufenden Jahres und dem vierten Quartal des Vorjahres.

ÜBERBLICK

von Inflation geprägte Phase für die Weltwirtschaft einläuten könnte, doch die meisten Zentralbanken und viele private Institute für Wirtschaftsprognosen gehen davon aus, dass es sich nur um ein vorübergehendes Phänomen handelt. Aktuell befinden wir uns wahrscheinlich in einer Zeit des „maximalen Inflationsrauschens“: den zugrunde liegenden Trend zu erkennen, ist viel schwieriger als sonst.

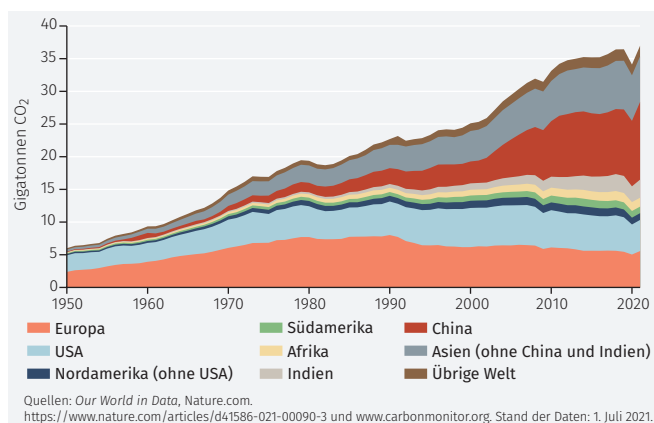
In Bezug auf den Trend der Verbraucherpreisinflation gibt es zwei wesentliche Bedenken. Erstens könnte sie durch höhere Löhne zunehmen. Überall auf der Welt herrscht Arbeitskräftemangel – vom Barpersonal in Großbritannien bis hin zu den Hafentarifarbeitern in San Francisco. Ein umfassender Streifzug durch die britische Wirtschaftsgeschichte zeigt, dass die Löhne – bedingt durch den Arbeitskräftemangel – im Allgemeinen nach Pandemien stark ansteigen (siehe Abb. 3). Allerdings ist dieser Lohnanstieg in der Regel nur vorübergehend; im Allgemeinen tendiert die Verbraucherpreisinflation mehrere Jahre lang nach der Pandemie abwärts, nicht aufwärts. Der Grund dafür besteht im Wesentlichen darin, dass die gedämpfte Nachfrage tendenziell ein wichtigerer Faktor ist als Lieferengpässe.

Dies lässt vermuten, dass die zweite inflationäre Kraft – Lieferengpässe bei Halbleitern, neuen Fahrzeugen, Baustoffen usw. – auch nicht von Dauer sein dürfte. Es gibt bereits Anzeichen dafür, dass diese Engpässe in den USA, dem Industrieland, das sich am schnellsten geöffnet hat, beseitigt werden. Deshalb sind wir in Bezug auf die Inflationsaussichten im Großen und Ganzen eher zuversichtlich – ein Signal, welches auch der US-Anleihemarkt auszusenden scheint.

Klimawandel, Automobile und Kupfer

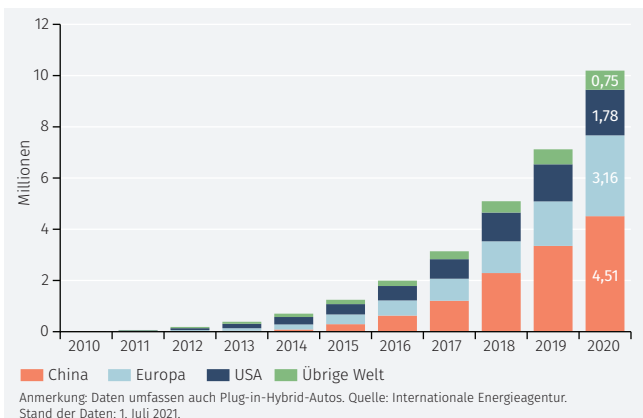
Eine willkommene Nebenwirkung des Konjunkturerinbruchs 2020 war der Rückgang der CO₂-Emissionen. Allerdings war dieser nicht von Dauer. Daten für die ersten vier Monate 2021 zeigen eine deutliche Zunahme (siehe Abb. 4). Eine ähnliche Entwicklung war nach der globalen Finanzkrise zu beobachten: Der damalige Rückgang der CO₂-Emissionen erscheint heute als kurzzeitige Delle.

4. Weltweite CO₂-Emissionen



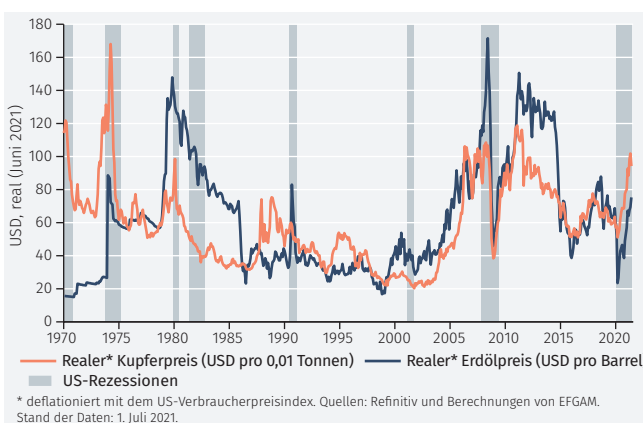
Klar ist jedoch, dass es eine konsequentere Ausrichtung auf Umweltthemen und ein stärkeres koordiniertes internationales Bekenntnis zum Handeln gibt. Die Zahl der installierten Solar- und Windenergieanlagen ist rasant gestiegen und es sind noch viel mehr geplant. Elektrofahrzeuge, die noch vor wenigen Jahren ein Randphänomen waren, sind heute keine Seltenheit mehr. Doch an all diesen Fronten muss noch mehr getan werden. So sind von den 1,4 Milliarden Fahrzeugen auf den Straßen weltweit nur 10 Millionen Elektrofahrzeuge (siehe Abb. 5) Die

5. Weltweite Bestände an Elektrofahrzeugen



Elektrifizierung der Wirtschaft umfasst auch viele andere Bereiche. Doch schon allein dieser Trend wird zu einer viel höheren Nachfrage nach bestimmten Rohstoffen (insbesondere Kupfer, Aluminium, Nickel und Zink) führen. Obwohl der Kupferpreis in den letzten Monaten deutlich angezogen hat, liegt er real betrachtet immer noch unter früheren Höchstständen (siehe Abb. 6). Entgegen dem allgemeinen Trend dürfte die starke Nachfrage an diesem Markt das geringe Angebot überwiegen.

6. Reale Kupfer- und Erdölpreise



Einige sind beunruhigt, dass die Kapitalmärkte Schwierigkeiten haben könnten, die Umstellung auf eine neue, grünere Infrastruktur zu finanzieren. Einer Schätzung zufolge werden in den kommenden 30 Jahren 50 Billionen US-Dollar benötigt, um die Erderwärmung auf 2,0°C über dem vorindustriellen Wert zu begrenzen.⁴ Da viele Investoren ihre Prioritäten jedoch zugunsten klimaorientierter Anlagen verschoben haben, bezweifeln wir, dass es ein Problem sein wird, die erforderlichen Finanzmittel zu beschaffen. Doch auch die weltweite fiskalpolitische Reaktion auf die Covid-19-Pandemie trägt das Ihre dazu bei: Bisher beläuft sie sich auf 16 Billionen US-Dollar.⁵ Ist diese Rechnung erst einmal bezahlt, dürften die Kosten für die Eindämmung des Klimawandels viel vertretbarer erscheinen.

⁴ Schätzungen von Morgan Stanley. Siehe <https://tinyurl.com/4yr48et5>

⁵ Fiscal Monitor des IWF April 2021.

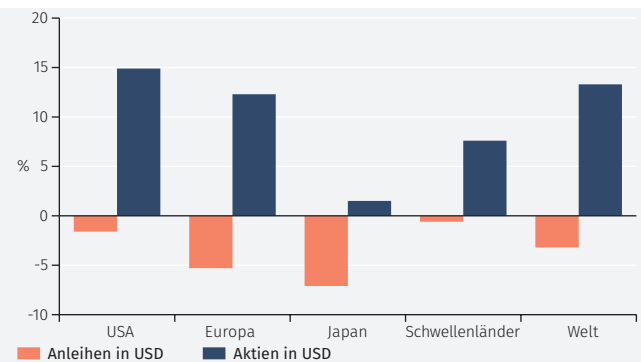
KAPITALMARKTPERFORMANCE

Die globalen Aktienmärkte legten im ersten Halbjahr 2021 auf breiter Front zu, am stärksten in den USA. Die Anleihemärkte standen aufgrund eines Renditenanstiegs, welcher die Inflationssorgen widerspiegelte, unter Druck, der am Ende des Berichtszeitraums jedoch nachließ.

Kapitalmarktpformance

Die globalen Aktienmärkte verzeichneten im ersten Halbjahr 2021 gemessen am MSCI World Index in US-Dollar eine Rendite von 13,3 % (siehe Abb. 7). Die Renditen an den globalen Rentenmärkten hingegen waren mit -3,2 % auf Basis des Bloomberg Barclays Global Aggregate Index⁶ negativ. An mehreren größeren Märkten (insbesondere Japan, Schweiz und Eurozone) fielen die Renditen in US-Dollar aufgrund der Abwertung der jeweiligen Lokalwährungen niedriger aus.

7. Kapitalmarktpformance

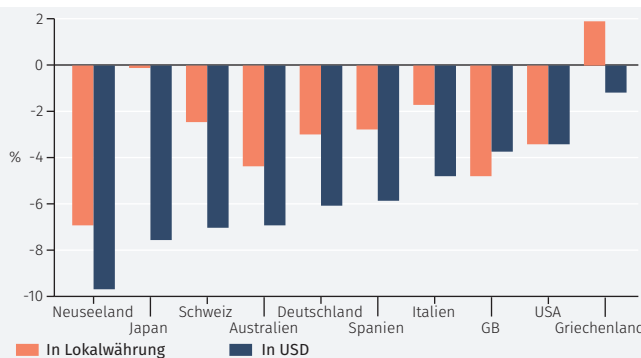


Quellen: Barclays Bloomberg (Anleihen); MSCI (Aktien). Daten der sechs Monate zum 30. Juni 2021. Die in der Vergangenheit verzeichnete Wertentwicklung bietet nicht unbedingt einen Anhaltspunkt für die künftige Performance.

Anleihemärkte

An den Anleihemärkten war im ersten Quartal des Jahres ein Anstieg der längerfristigen Renditen (und ein entsprechender Rückgang der Preise) zu beobachten. Dieser wurde im zweiten Quartal, als die Inflationssorgen nachzulassen begannen, weitgehend wieder kompensiert. Am US-Markt belief sich die Gesamtrendite 10-jähriger Staatsanleihen für die ersten sechs Monate des Jahres auf -3,2 % (siehe Abb. 8). In Australien und Neuseeland fielen die Renditen in Lokalwährung sogar noch negativer aus als in den USA. In beiden Volkswirtschaft-

8. Anleiherrenditen



Quelle: Refinitiv. Vergleich der Gesamtrenditen von 10-jährigen Anleihen. Daten der sechs Monate zum 30. Juni 2021. Die in der Vergangenheit verzeichnete Wertentwicklung bietet nicht unbedingt einen Anhaltspunkt für die künftige Performance.

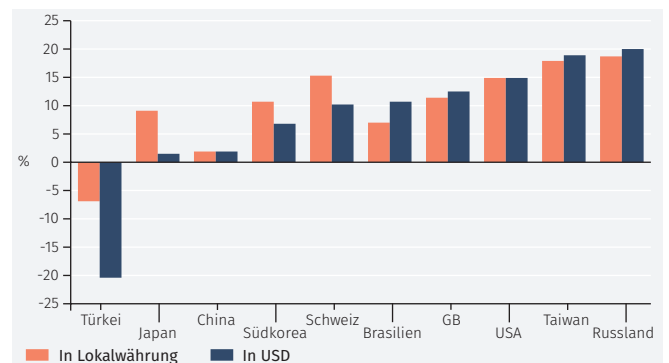
ten spiegelten die steigenden Renditen das wachsende Vertrauen in die wirtschaftliche Erholung wider, dennoch gaben beide Währungen gegenüber dem US-Dollar nach. Bedenken über die Wirtschaft und die Olympischen Spiele schwächten den japanischen Yen, was zu deutlich negativen Anleihenrenditen in US-Dollar führte.

In der Eurozone erzielten griechische 10-jährige Anleihen die stärkste Rendite. Die Renditen lagen stabil bei etwa 1 % und der hohe Kupon griechischer Anleihen trug zur Rendite bei. An allen Anleihemärkten der Eurozone und – in einem noch größeren Ausmaß – in der Schweiz fielen die Renditen in US-Dollar aufgrund der Abwertung der jeweiligen Lokalwährungen jedoch niedriger aus. Im Vereinigten Königreich stiegen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen leicht an, was zu Kapitalverlusten und einer negativen Rendite in Lokalwährung führte. Das Pfund Sterling war allerdings eine der wenigen Währungen, die im ersten Halbjahr gegenüber dem US-Dollar aufwertete.

Aktienmärkte

Der US-Aktienmarkt legte im ersten Halbjahr um nahezu 15 % zu (siehe Abb. 9). An zwei kleineren Märkten fiel die Rendite noch höher aus: Taiwan, das von der anhaltend starken Performance der Technologieunternehmen profitierte, und Russland, welchem die höheren Erdölpreise zugutekamen. Bedenken über das Management der Wirtschaft belasteten die türkischen Aktien und die türkische Lira. Obwohl die japanischen Aktien eine Rendite in Yen von über 9 % abwarfen, schmolz diese aufgrund des schwachen Yen auf gerade einmal 1,5 % in US-Dollar zusammen.

9. Aktienrenditen



Quelle: MSCI. Daten der sechs Monate zum 30. Juni 2021. Die in der Vergangenheit verzeichnete Wertentwicklung bietet nicht unbedingt einen Anhaltspunkt für die künftige Performance.

⁶ Der Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index bildet Staats- und Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating von Emittenten aus 24 verschiedenen Industrie- und Schwellenländern ab.

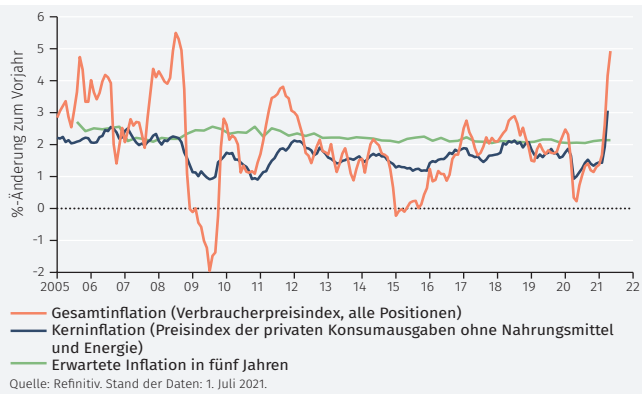
USA

Die Fed steckt in einer Zwickmühle: Das Wachstum ist stark, sodass die Geldpolitik eher früher als später gestrafft werden sollte, die Inflation jedoch wird als nur zeitweilig erhöht erachtet, was zur Vorsicht mahnt. Die Signale vom Anleihemarkt könnten zuversichtlich stimmen.

Das Dilemma der Fed

Die Fed und viele Finanzmarktakteure sind ganz klar über das starke US-Wachstum in diesem Jahr erfreut. Die Fed hat ihre Prognosen für das reale BIP-Wachstum in diesem Jahr auf 7 % nach oben korrigiert, die Prognosen für 2022 und 2023 jedoch bleiben unverändert. Vor diesem Hintergrund scheint es, als würde die Fed von einer nur vorübergehenden Konjunkturaufhellung ausgehen, die kürzer ist als von vielen externen Prognostikern erwartet.

10. US-Inflation – Gesamtinflation, Kerninflation und langfristige Prognosen



Auch den Anstieg der Inflation erachtet die Fed als nur zeitweilig. Es scheint wahrscheinlich, dass die Gesamtinflationsrate (Verbraucherpreisindex), die im Mai auf 4,9 % angezogen hat (siehe Abb. 10), im späteren Jahresverlauf zurückgehen wird. Das bevorzugte Inflationsmaß der Fed – die Kerninflation (der Preisindex der privaten Verbraucherausgaben ohne Nahrungsmittel und Energie) – liegt bereits unter diesem Wert (3,4 %) und die Erwartungen für die Inflationsrate in fünf Jahren haben sich kaum verändert, was darauf hindeutet, dass die Märkte nicht zu sehr

11. Rendite der 30-jähriger US-Staatsanleihe

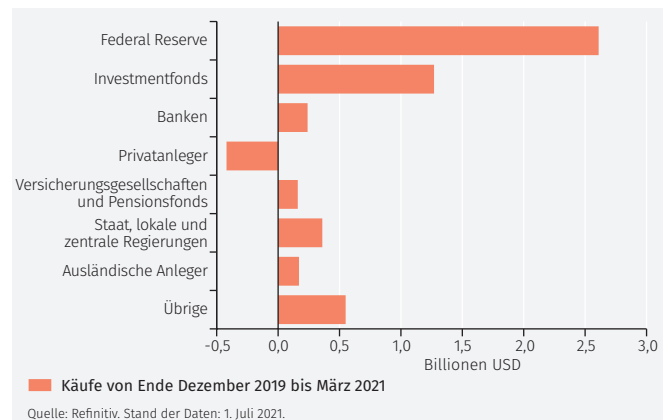


über die längerfristigen Aussichten besorgt sind. Dennoch waren seit Jahresbeginn große Ausschläge bei den Anleihepreisen zu beobachten, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass die Finanzmärkte Schwierigkeiten hatten, die Inflationsoaussichten zu bestimmen.

Signal vom Anleihemarkt

Der Preis der 30-jährigen US-Referenzstaatsanleihe war vom Jahresbeginn bis Mitte März um 17 % gesunken, bevor er sich wieder erholte (siehe Abb.11), sodass die Rendite der 30-jährigen US-Staatsanleihe am 1. Juli 2021 bei 2,1 % lag. Eine eindeutigere Bestätigung, dass sie das Inflationsziel der Fed von 2 % auch langfristig für glaubwürdig halten, hätten die Finanzmärkte wahrscheinlich nicht geben können.⁷

12. Wer kauft US-Staatsanleihen?



Selbstverständlich werden viele einem solchen Signal nicht trauen, da es vom bekanntermaßen unbeständigen und volatilen Anleihemarkt kommt. Zudem kann argumentiert werden, dass der Markt für US-Staatsanleihen aufgrund der massiven Ankäufe der Fed verzerrt ist: Sie ist seit Beginn der Pandemie der größte Käufer von US-Staatsanleihen, während Privatanleger die Papiere abstoßen und die ausländischen Investoren offensichtlich das Interesse verloren haben (siehe Abb. 12).

Diese wichtigen Themen werden im zweiten Halbjahr 2021 zum Tragen kommen. Bis zum Jahresende sollte sich ein viel klareres Bild der wirtschaftlichen Entwicklungen nach der Pandemie ergeben. Wir sind überzeugt, dass sich die Einschätzung der Fed im Großen und Ganzen als korrekt erweisen wird: Auf einen vorübergehenden Anstieg der Inflation und eine zeitweilige Beschleunigung des Wachstums werden ungefähr so niedrige und stabile Inflations- und Wachstumsraten folgen wie vor der Pandemie.

⁷ In der Annahme, dass die realen Raten in diesem Zeitraum im Durchschnitt nahe bei null liegen.

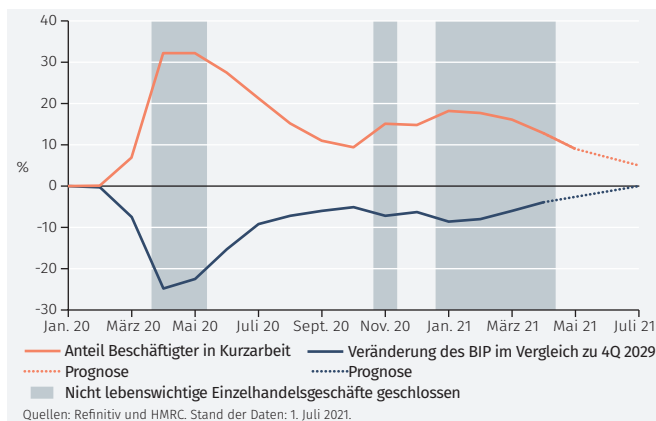
VEREINIGTES KÖNIGREICH

Das Vereinigte Königreich ist auf gutem Wege, das Produktionsniveau von vor der Pandemie zu erreichen. Es scheint indes nicht angebracht, eine rasche Erholung der Verbraucherausgaben zu erwarten. Die Inflation und die Renditen der britischen Staatsanleihen geben weiterhin Anlass zur Sorge.

Rückkehr auf den Wachstumspfad

Die britische Wirtschaft ist auf gutem Wege, das BIP-Niveau von vor der Krise zu erreichen. Dies dürfte aller Voraussicht nach im dritten Quartal der Fall sein (siehe Abb. 13). Kurzfristig könnte vor allem ein Anstieg der Verbraucherausgaben das Wachstum beflügeln. Ein durch den raschen Abbau überschüssiger Ersparnisse bedingter Superboom, den einige erwarten, scheint jedoch unwahrscheinlich. Nach einer anfänglichen Zunahme der Einzelhandelsumsätze infolge der Lockerung der Lockdown-Maßnahmen im April erwies sich der Trend in der Tat etwas enttäuschend. Obwohl die Haushalte im ersten Quartal 2021 ein Fünftel ihres verfügbaren Einkommens einsparten und die Ersparnisse mehr als 200 Milliarden Pfund über dem üblichen Wert liegen, ist unseres Erachtens nicht davon auszugehen, dass diese Ersparnisse rasch abgebaut werden – dies vor allem aus zwei Gründen:⁸

13. Vereinigtes Königreich – Zahl Beschäftigter in Kurzarbeit und BIP



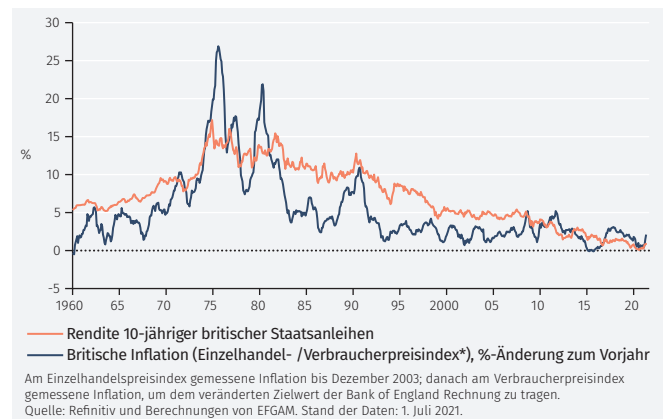
Erstens hinkt der Arbeitsmarkt der Produktionserholung hinterher. Obwohl der Anteil der in Kurzarbeit beschäftigten Personen vom Höchststand von über 30 % im April und Mai 2020 gesunken ist, liegt er immer noch bei 9 %. Für viele Arbeitskräfte hat sich die Arbeitsplatzunsicherheit erhöht; andere haben ihren Arbeitsrhythmus geändert, einige haben das Land verlassen. Zweitens wird für bestimmte Aktivitäten nur zurückhaltend Geld ausgegeben – dies umso mehr, als die Delta-Variante rasant um sich greift. Obwohl bis zum 1. Juli 85 % der Bevölkerung über 18 Jahren einmal und 62 % zweimal geimpft waren, zeigt sich immer noch, dass die Menschen viele Aktivitäten, die sie vor der Pandemie betrieben hatten, nur zaghaft wiederaufnehmen. Außerdem sind einige Branchen aufgrund der Kapazitätseinschränkungen und des Personal mangels nicht in der Lage, die höheren Verbraucherausgaben zu absorbieren. Ferner sind die Preise für viele Dienstleistungen (z. B. Hotelzimmer und Restaurantmahlzeiten) gestiegen – in manchen Fällen sogar sehr deutlich. Und obwohl die Verbraucher unter Umständen mehr Geld zur Verfügung haben, bleiben sie preispfindlich.

Steigende Inflation und britische Finanzmärkte

Die anziehende Inflation gibt mittlerweile Anlass zu allgemeiner Besorgnis. Die Bank of England geht davon aus, dass die Gesamtinflation im zweiten Halbjahr 2021 auf 3 % steigen wird. Dennoch scheint eine baldige Erhöhung des wichtigsten

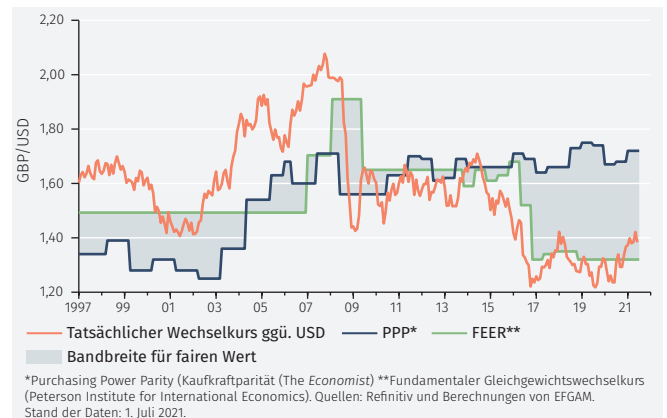
Leitzinses unwahrscheinlich und die Bank beabsichtigt, ihr Ankaufprogramm fortzusetzen. Dies hat dazu beigetragen, dass die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen bei nur gerade 0,7 % liegt und damit weniger als halb so hoch ist wie die US-Rendite. Im Vereinigten Königreich sind die Inflation und die Renditen britischer Staatsanleihen seit vielen Jahren tendenziell rückläufig (siehe Abb. 14), allerdings dürfen die Märkte die Aussicht, dass beide niedrig bleiben, zu optimistisch einschätzen.

14. Vereinigtes Königreich – Renditen von Staatsanleihen und Inflation



Das Pfund Sterling hat sich gegenüber dem US-Dollar erholt. Am 1. Juli lag der Wechselkurs bei 1,38 US-Dollar pro Pfund. Damit liegt dieses aber immer noch am unteren Ende der Bandbreite, die wir als „fairen Wert“ bezeichnen würden (siehe Abb. 15). Doch die anhaltenden Unsicherheiten in Bezug auf das britische Wachstum, die Politik und die neuen Handelsvereinbarungen beschränken das Aufwärtspotenzial.

15. Unterbewertetes Pfund



⁸ Siehe unsere Publikation *Infocus „Excess“ savings and the outlook for consumption*, Juni 2021.

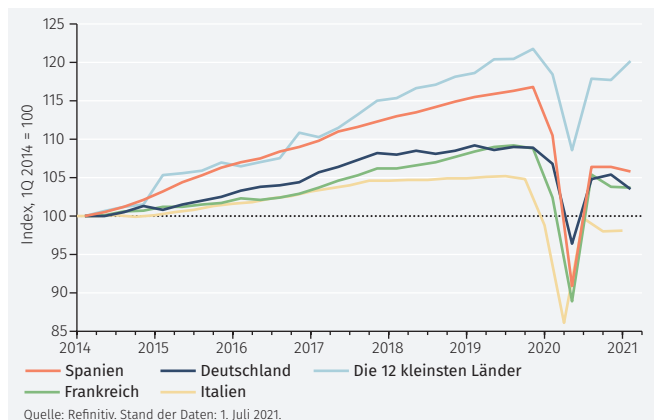
EUROZONE

Die Erholung in der Eurozone, die langsamer verlief als in vielen anderen Volkswirtschaften, nimmt allmählich Fahrt auf. Sie dürfte im Laufe des Jahres 2021 an Breite gewinnen. Die Konjunkturmaßnahmen werden fortgesetzt, doch die längerfristigen Herausforderungen für das Wachstum bleiben bestehen.

Größere Volkswirtschaften, langsamere Erholung

In der Eurozone verlief die Erholung langsamer als in den USA und China, obwohl die Wirtschaftstätigkeit im Dienstleistungssektor, die hinter derjenigen in der verarbeitenden Industrie zurücklag, nun ermutigendere Anzeichen einer Erholung zeigt. In einigen der größeren Volkswirtschaften liegt das reale BIP aber nach wie vor deutlich unter dem Vorkrisenniveau (siehe Abb. 16). Insbesondere in Italien verläuft die Erholung nur schleppend. Deutschland und die kleineren und flexibleren Volkswirtschaften der Eurozone verzeichnen einen stärkeren Aufschwung.

16. Erholung des realen BIP in der Eurozone – kleinere Länder an der Spitze



Im zweiten Halbjahr 2021 und bis ins Jahr 2022 wird die Volkswirtschaft der Eurozone indirekt von den fiskalpolitischen Konjunkturmaßnahmen der Regierung Biden in den USA und vom Wachstum in China profitieren, was die Nachfrage nach Exporten aus der Eurozone stützen wird. Ab dem zweiten Halbjahr 2021 werden zudem Mittel aus der Aufbau- und Resilienzfazilität freigegeben.

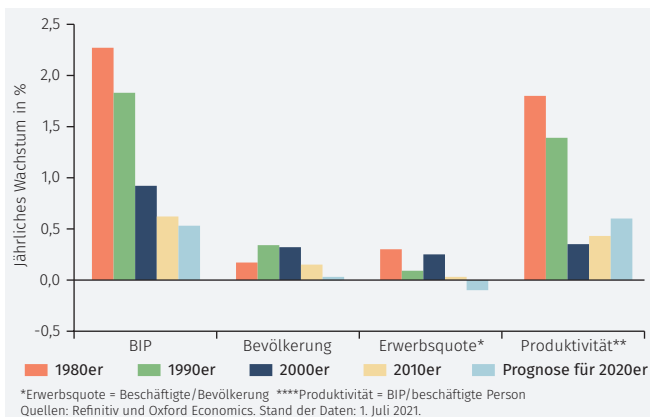
Die Inflation hat zwar auch in der Eurozone angezogen, jedoch deutlich weniger stark als in den USA. Es ist eher unwahrscheinlich, dass die Inflation das EZB-Ziel von „unter, aber nahe 2 %“ deutlich überschreitet oder sich langfristig über diesem Wert einpendelt. Tatsächlich ging die Inflationsrate von 2 % im Mai auf 1,9 % im Juni zurück.

Deshalb werden die Konjunkturmaßnahmen wohl weitergeführt. Die EZB dürfte insbesondere ihre Ankäufe von Vermögenswerten den Sommer über fortsetzen.⁹ Zudem bleibt der Wachstums- und Stabilitätspakt, der den Spielraum für fiskalpolitische Konjunkturmaßnahmen deutlich einschränkt, für ein weiteres Jahr ausgesetzt.

Künftige wachstumshemmende Faktoren

Auf längere Sicht wird die demografische Entwicklung das Wachstum einschränken. Das Bevölkerungswachstum in den drei größten Volkswirtschaften dürfte in den 2020er-Jahren gegen null tendieren und die Erwerbsquoten werden voraussichtlich sinken (siehe Abb. 17). Damit das Wachstum aufrechterhalten

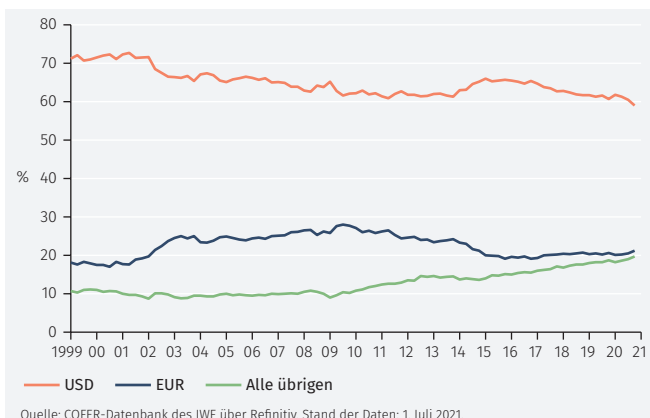
17. Frankreich, Deutschland und Italien – Wachstumstrend



werden kann, muss der Schwerpunkt daher auf Produktivität gelegt werden. Ein ermutigendes Zeichen ist, dass die Eurozone beim Übergang zu grünen Technologien und bei der Reduzierung der CO₂-Emissionen vielen Volkswirtschaften voraus ist. Angesichts des Risikos, welches der Klimawandel für das Wachstum darstellt, könnte dies das künftige Wachstum der Eurozone wieder festigen. Allerdings macht der Klimawandel nicht vor geografischen Grenzen Halt.

An den Finanzmärkten ist die Eurozone bei der Ausgabe grüner Anleihen mittlerweile ebenfalls führend. Dadurch könnte die weltweite Nachfrage nach Euro steigen. Den Ambitionen des Europäischen Rates, die Nutzung des Euro als Reservewährung zu verstärken, stehen jedoch nach wie vor die Null- oder Negativzinsen im Wege. Der Anteil der Eurozone an den weltweiten Devisenreserven ist stabil, aber auf einem relativ niedrigen Niveau (siehe Abb. 18).

18. Anteil an weltweiten Devisenreserven



Die Eurozone steht vor vielen Herausforderungen, aber auch vor großen Chancen.

⁹ Das Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) ist ein Ankaufprogramm für Anleihen, das im März 2020 von der EZB gestartet wurde. Das ursprüngliche Volumen von 750 Milliarden Euro wurde am 4. Juni 2020 um 600 Milliarden Euro und am 10. Dezember 2020 um weitere 500 Milliarden Euro auf insgesamt 1850 Milliarden Euro erhöht.

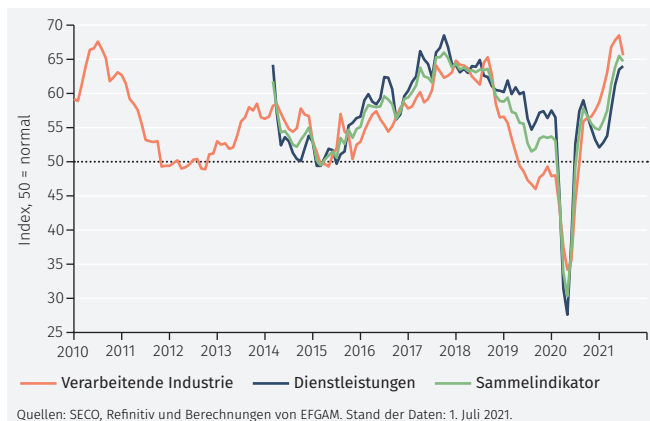
SCHWEIZ

Da die Schweizer Wirtschaft wieder auf Kurs ist und die Geldpolitik „auf Autopilot“ läuft, richtet sich die Aufmerksamkeit auf die Fiskalpolitik – insbesondere auf das großzügige staatliche Rentensystem. Eine Reform würde der Wirtschaft Vorteile bringen, dürfte aber schwer durchzusetzen sein.

Schweiz – wieder auf Kurs

Umfragedaten zeigen, dass sich die Schweizer Wirtschaft nach der Konjunkturereintrübung im ersten Quartal mit der Lockerung der Pandemiemaßnahmen kräftig erholt hat (siehe Abb. 19). Das Wachstum der Binnennachfrage, das vom Dienstleistungssektor beflügelt wird, holt gegenüber dem Industriesektor auf, der von der Normalisierung des internationalen Handels profitiert. Die Inflation ist angestiegen und liegt nun in der Zielbandbreite der Schweizerischen Nationalbank (SNB) von 0–2 % (was allerdings weitgehend auf Basiseffekte zurückzuführen ist; der starke Schweizer Franken hat nach wie vor eine deflationäre Wirkung). Die SNB hat bekräftigt, es nicht eilig mit der Straffung der Geldpolitik zu haben. Es kann also davon ausgegangen werden, dass die Negativzinsen und die Interventionen an den Devisenmärkten zur Schwächung des starken Frankens beibehalten werden.

19. Umfragedaten zum Schweizer PMI (Einkaufsmanagerindex)

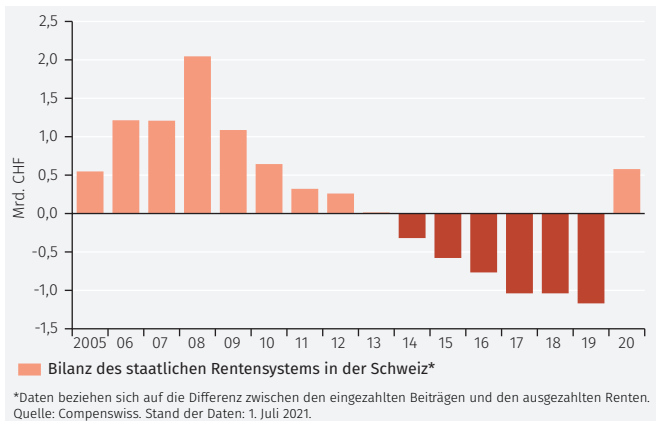


Reform des staatlichen Rentensystems

Da die Geldpolitik „auf Autopilot“ läuft, hat sich die öffentliche Debatte hin zur Fiskalpolitik und insbesondere zum staatlichen Rentensystem verlagert. Der Bundesrat hat eine Reform der Alters- und Hinterbliebenenversicherung (AHV) vorgeschlagen. Die Schwerpunkte der Reform sind die Erhöhung des Rentenalters für Frauen auf 65 Jahre, d. h. eine Angleichung an das Rentenalter für Männer, und eine Anhebung der Schweizer Mehrwertsteuer zugunsten der AHV. Beide Parlamentskammern haben der Reform zugestimmt. Dennoch wird diese wohl kaum in Kraft treten: Meinungsumfragen deuten darauf hin, dass sie in einem Referendum abgelehnt würde. Das ist nicht unbedingt eine schlechte Nachricht.

Die vorgeschlagene Reform dämmt die Kosten bloß für die nächsten Jahre ein. Der negative demografische Trend wird die AHV jedoch Jahrzehnte belasten. Den Prognosen des Ständerates zufolge, wird das AHV-Defizit 2031 4,4 Milliarden Franken betragen und damit viermal so hoch sein wie heute (siehe Abb. 20). Durch die Alterung der Bevölkerung würde sich das Defizit in der Folge weiter erhöhen, sodass neue Maßnahmen, einschließlich Kürzungen von Rentenleistungen oder Steuererhöhungen, unumgänglich wären. Eine gerechtere Lösung wäre eine

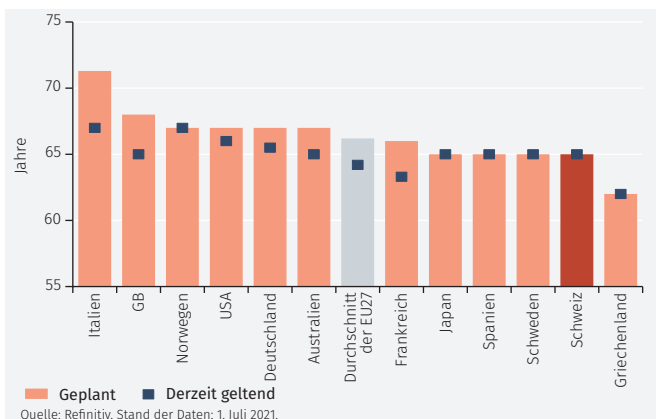
20. Bilanz des staatlichen Rentensystems in der Schweiz



allgemeine Anhebung des Rentenalters. Seit der Gründung der AHV im Jahr 1948 liegt das Rentenalter für Männer in der Schweiz bei 65 Jahren. Es wurde nie angepasst, obwohl die Lebenserwartung bei Geburt um mehr als 15 Jahre zugenommen hat.

Im Laufe der Jahre wurde das Rentenalter in den meisten OECD-Ländern erhöht, u. a. auch in Deutschland und Italien, wo es bereits höher ist als in der Schweiz (weitere Erhöhungen sind geplant, siehe Abb. 21). Durch eine Anhebung des Rentenalters in der Schweiz könnten die ausgerichteten Rentenleistungen ausgebaut werden und wären keine Steuererhöhungen erforderlich, was der Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmen zugutekäme. Es bleibt abzuwarten, ob so schwierige Maßnahmen ergriffen werden.

21. Derzeit geltendes und geplantes ordentliches Rentenalter



ASIEN

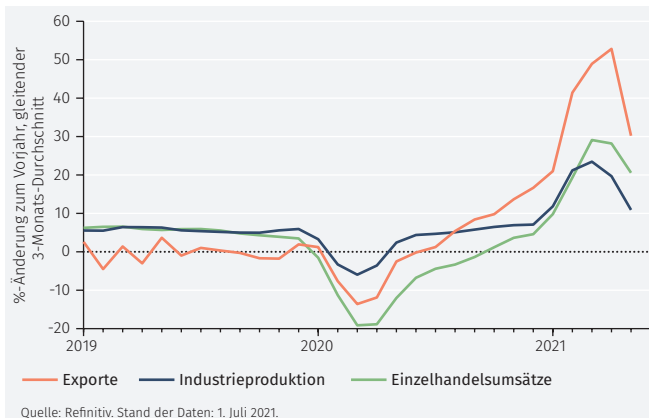
Chinas Pläne zur Kapitalmarktliberalisierung bauen auf den bereits erzielten Fortschritten bei der wirtschaftlichen Entwicklung auf. Es bleibt natürlich noch viel zu tun und es wäre eine Überraschung, wenn alles reibungslos ablaufen würde.

China – Abkühlung nach rapider Erholung

Das Gute an einer Planwirtschaft ist, dass ein glaubwürdiger und gut ausgeführter Plan großartige Ergebnisse zeitigen kann. In der Praxis waren nur sehr wenige Planwirtschaften erfolgreich. Das Wirtschaftsmanagement Chinas in den letzten Jahren ist jedoch sicherlich als Erfolg zu werten.

Unlängst hat sich China rasch von der Covid-19-Pandemie erholt. Der Aufschwung war in erster Linie auf Exporte und die Industrieproduktion (siehe Abb. 22) – gefolgt von Verbraucherausgaben – zurückzuführen. Diese Erholung wurde ohne umfangreiche fiskalpolitische Konjunkturimpulse und ohne Kreditlockerung – Maßnahmen, die das Land infolge der globalen Finanzkrise ergriffen hatte – erzielt. Damals war die fiskalpolitische Reaktion wohlüberlegt. Nun, da die Besorgnis über das hohe Kreditniveau groß ist und die Behörden offenbar mit einem langsameren, nachhaltigeren Wachstum zufrieden sind, wurde anders vorgegangen. Maßnahmen zur Begrenzung der Kreditvergabe wurden eingeführt. In krassem Gegensatz zu den Industrieländern wurden die Zinsen nicht gesenkt. Und auch massive fiskalpolitische Maßnahmen blieben aus.

22. China – Exporte, Produktion und Einzelhandelsumsätze

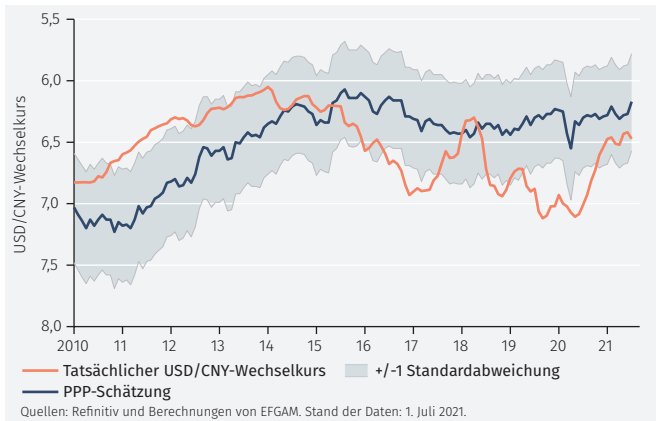


Die höheren Zinsen als im Westen sind mitunter ein Grund, weshalb der Renminbi aufgewertet hat (siehe Abb. 23). Dies wird dazu beitragen, die Importpreise einzudämmen und einen Puffer für künftige Abwertungen zu schaffen – falls die Handelsspannungen zwischen den USA und China eskalieren –, und könnte helfen, die Wirtschaft wieder stärker auf den Verbrauch auszurichten.¹⁰

Wealth Connect

Der nächste Schritt in Chinas Entwicklung werden eine Lockerung der Kapitalverkehrskontrollen und eine Internationalisierung des Renminbi sein. China plant ein Wealth-Connect-Programm, in dessen Rahmen bis zu 150 Milliarden Renminbi (23 Milliarden US-Dollar) in beide Richtungen zwischen Hongkong und dem chinesischen Festland investiert werden dürfen. Dieses Programm ergänzt bestehende Programme, welche die Aktien- und Anleihemärkte verbinden. Derweil wird die Internationalisierung des Renminbi fortgesetzt. Dessen Anteil an

23. Wechselkurs des Renminbi und Kaufkraftparität (PPP)

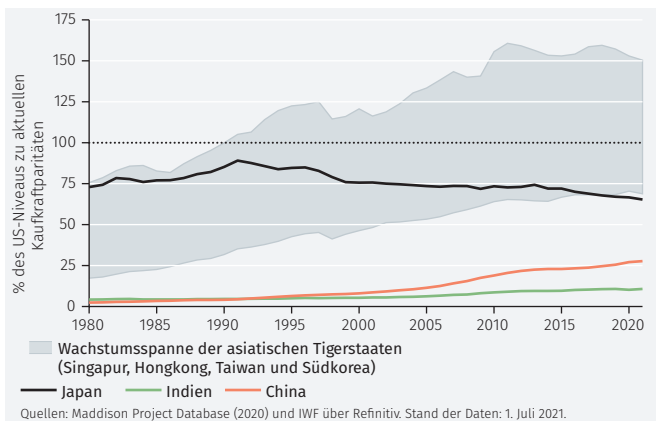


den internationalen Devisenreserven ist zwar immer noch klein (2,3 %), hat sich aber in den letzten drei Jahren verdoppelt.

Immer noch viel Aufholbedarf

Die Finanzmarktreform baut auf den erfolgreichen Wirtschaftsreformen auf und dürfte dazu beitragen, China zu größerem Wohlstand zu verhelfen. Doch selbst nach den großen Fortschritten Chinas liegt das Pro-Kopf-Einkommen immer noch bei gerade einmal einem Viertel des Pro-Kopf-Einkommens in den USA (siehe Abb. 24). Indien liegt viel weiter zurück. Beide Länder haben indes noch einen weiten Weg vor sich, wenn sie ebenso erfolgreich sein wollen wie die asiatischen Tigerstaaten, und die Erfahrung Japans zeigt, dass es selbst für überaus erfolgreiche Volkswirtschaften schwer sein kann, auf einem nachhaltigen Wachstumspfad zu bleiben. Die schwierigsten Bewährungsproben für die Wirksamkeit des chinesischen Ansatzes für die Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung stehen dem Land noch bevor.

24. Wohlstand in Asien – BIP pro Kopf als Prozentsatz des US-Niveaus



¹⁰ Siehe *The economic and social effects of real exchange rate – Evidence from the Chinese provinces*, Ping Hua, OECD 2011. <https://www.oecd.org/dev/pgd/46838088.pdf>

LATEINAMERIKA

In der lateinamerikanischen Politik gab es bedeutende Veränderungen – in verschiedene Richtungen. Im Großen und Ganzen haben die Risiken in der Region zugenommen. Ob die Fortschritte bei den wirtschaftlichen Reformen und der Entwicklung von Dauer sind, ist in einigen Ländern fraglich.

Politisches Umfeld im Wandel

In der lateinamerikanischen Politik ist es eindeutig zu Verschiebungen gekommen. Obwohl die gemeinsamen Ursachen für den Wandel die Covid-19-Pandemie und deren negative Auswirkungen auf das Wachstum, auf die öffentlichen Finanzen und – in einigen Fällen – auf die Inflation waren, hat sich die Politik in manchen Ländern in unterschiedliche Richtungen entwickelt.

In Ecuador ist der neue Präsident konservativer als sein Vorgänger.

In Peru hatte der neue Präsident Pedro Castillo in seiner Wahlkampagne für Verstaatlichung, mehr staatliche Eingriffe und für Steuererhöhungen für Reiche geworben. Obwohl er sich mittlerweile offensichtlich gemäßigt hat, wird die frühere marktfreundliche Politik ganz eindeutig infrage gestellt.

In Mexiko hat Präsident López Obrador seine Zweidrittelmehrheit im Kongress verloren, was die Reformen (vor allem die Steuerreform) behindert, die nach allgemeiner Auffassung zu langsam verlaufen.

Es könnte gut sein, dass – in einigen Fällen – das Schlimmste vorbei ist. Die anziehenden Preise von Industriemetallen (insbesondere von Kupfer) werden Peru und Chile, den beiden größten Produzenten der Welt, zugutekommen. Kolumbien wiederum wird von den höheren Erdölpreisen profitieren. Früher oder später wird die Covid-19-Pandemie unter Kontrolle gebracht. Und die Konjunkturmaßnahmen in den USA werden der gesamten Region einen allgemeinen – wenn auch bescheidenen – Impuls verleihen.

Risiken steigen

Insgesamt haben sich unsere Einschätzungen des Länderrisikos in Lateinamerika (siehe Abb. 25) jedoch verschlechtert. Das Risiko ist nun in allen Ländern mit Ausnahme Chile hoch. Der Hauptgrund für das größere Risiko sind die Verschlech-

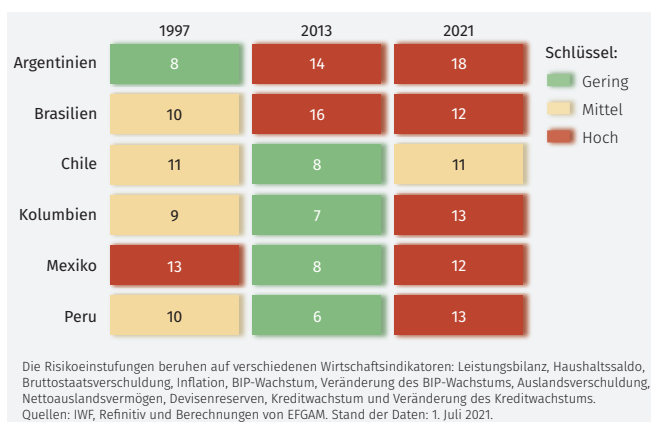
terung der Haushaltslage und das schwächere reale Wachstum. Die Anleihemärkte sind bekanntermaßen zukunftsgerichtet und sollten solche Risiken eigentlich einpreisen. Wir sind beunruhigt darüber, dass dies nicht der Fall ist, und sind deshalb gegenüber Positionen in festverzinslichen Anlagen in der Region skeptisch. Brasilien, wo die Zentralbank energisch gegen die Inflation anging, ist eine Ausnahme. Die Renditen 10-jähriger Anleihen in Lokalwährung liegen bei 9,5 % und damit sicherlich deutlich über der wahrscheinlichen langfristigen Inflationsrate. Die Renditen auf US-Dollar lautender Anleihen mit ähnlicher Laufzeit liegen bei 3,1 %, was einen angemessenen Renditenaufschlag gegenüber den USA darstellt.

In Chile mag das Risiko zwar am niedrigsten sein, doch auch dort wird die Unsicherheit über die Verfassungsreform noch eine Zeit lang bestehen bleiben und bilden sich Risse im vermeintlich soliden Rentensystem. Unter politischem Druck wurden Bezüge der angesparten Pensionsgelder gestattet, was die Zukunftsfähigkeit des Systems potenziell untergräbt.

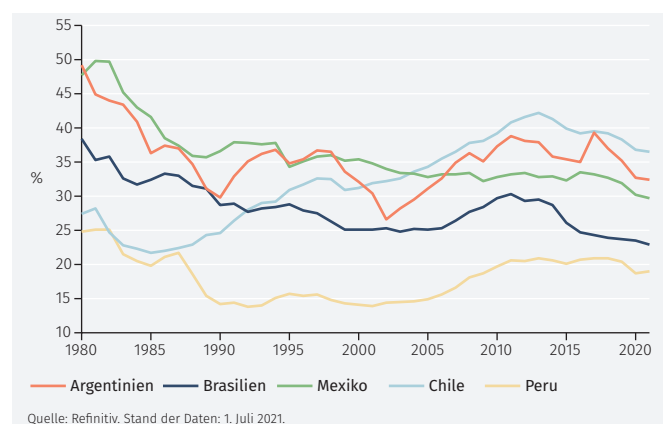
Seitwärtstrend

In den 1980er-Jahren war Chile bei den Reformen in Lateinamerika führend. Damals ähnelten die Reformen der „Chicago Boys“ denen von Präsident Reagan in den USA und Margaret Thatcher im Vereinigten Königreich: Deregulierung und Privatisierung, geldpolitische Kontrolle zur Senkung der Inflation, Steuersenkungen und Förderung des privaten Unternehmertums. So konnte Chile ab Mitte der 1980er-Jahre kräftig wachsen, doch die Fortschritte wurden mittlerweile wieder zunichte gemacht. Andere lateinamerikanische Volkswirtschaften haben nur zaghafte Fortschritte bei der Annäherung an den US-Lebensstandard erzielt (siehe Abb. 26). Angesichts der derzeitigen politischen und wirtschaftspolitischen Unsicherheit in einigen Ländern ist es unwahrscheinlich, dass sich die Region in die richtige Richtung entwickeln wird. Deshalb ist eine sehr selektive Vorgehensweise angezeigt.

25. Lateinamerika – Risikoeinstufungen



26. Wohlstand in Lateinamerika – BIP pro Kopf als Prozentsatz des US-Niveaus



SONDERSCHWERPUNKT DISRUPTION IN DER FINANZBRANCHE

In vielen Branchen kam es bereits vor der Covid-19-Pandemie, die als Brandbeschleuniger wirkte, zu Disruptionen. Der Finanzdienstleistungssektor ist eine Branche, die unseres Erachtens nun reif für eine tiefgreifenden Disruption ist.

Ein Wechsel von etablierten zu neuen Geschäftsmodellen – kurz „Disruption“ – war in vielen Branchen zu beobachten. In vielen Fällen wurde diese durch die Pandemie beschleunigt. Von Arztvisiten und Gesundheitsdiagnostik bis hin zu Bildung und Einzelhandel werden traditionelle Vorgehensweisen durch neue, typischerweise digitale Lösungen ersetzt.

Im Finanzsektor hat die Disruption bereits begonnen, wir sind jedoch der Meinung, dass sie in den kommenden Jahren noch viel weiter gehen könnte.

Weshalb eine Disruption? Drei Voraussetzungen

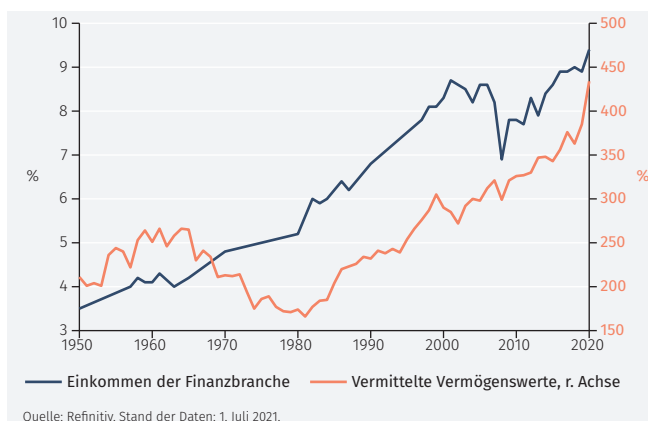
Im Wesentlichen müssen drei Voraussetzungen gegeben sein, damit eine Branche anfällig wird für eine Disruption. Erstens: Die Branche hat sich seit langer Zeit nicht wesentlich verändert und die Kundenerfahrung ist schlecht. Zweitens: Die hohen Renditen werden durch etablierte Unternehmen erzielt, sodass die Chance besteht, dass ein disruptives Unternehmen erfolgreich ist. Drittens: Ein Katalysator – wie Technologie, Regulierung oder Demografie – ist vorhanden, damit die Disruption erfolgen kann.

Weshalb die Finanzbranche? Drei Kräfte

Nach dieser Checkliste scheint die Finanzdienstleistungsbranche reif für eine Disruption. Zum ersten Punkt: Die Struktur der Branche hat sich seit Langem nicht wesentlich verändert. Zentralbanken als Kreditgeber der letzten Instanz, Banken und Versicherungsgesellschaften als wichtigste Intermediäre sowie Bargeld, Anleihen und Aktien als wichtigste Vermögenswerte sind seit mehr als hundert Jahren zentrale Merkmale der Branche. Das Durchschnittsalter der zehn größten Unternehmen im MSCI USA Financials Index beträgt 151 Jahre.¹¹

Zweitens sind die Margen hoch geblieben. Der Anteil der Wertschöpfung von US-Finanzunternehmen am BIP wächst seit Langem Hand in Hand mit den vermittelten Finanzvermögen (dem Bestand an Fremd- und Eigenkapital). Abbildung 27 zeigt diesen Trend seit 1950, der aber im Großen und Ganzen schon seit dem späten neunzehnten Jahrhundert zu beobachten war.¹² Das bedeutet,

27. Einkommen der US-Finanzbranche und vermittelte Vermögenswerte (% des BIP)



dass die Finanzintermediation (Wertschöpfung geteilt durch vermittelte Vermögenswerte) seit mehr als 130 Jahren eine weitgehend konstante Skalendichte von 1,5–2 % der vermittelten Vermögenswerte aufweist (obwohl es einige Bedenken hinsichtlich der genauen Art und Weise gibt, wie die Wertschöpfung gemessen wird). Drittens bedeutet neue Technologie, dass etablierte Geschäftsmodelle zunehmend unter Druck geraten.

Alte Geschäftsstellennetze versus neue Technologie

Traditionelle Banken verfügen in der Regel über ein Geschäftsstellennetz, eine zentrale Datenspeicherung und „siloutige“ Angebote – Dienstleistungen in den Bereichen Einlagen, Sparen, Hypotheken und Vermögensverwaltung werden separat erbracht. „Challenger“-Finanzinstitute bieten in der Regel App-basierte Online-Lösungen mit Cloud-Speicher an. Einige dieser Institute sind schnell gewachsen. Ein App-basiertes Zahlungsunternehmen hat in elf Jahren 70 Millionen Kunden akquiriert, ein Bankenriese brauchte 222 Jahre, um 60 Millionen Kunden zu gewinnen.

Andere wiederum bieten verschiedenste Lösungen an, einschließlich Vermögensverwaltung. Das ist besonders wichtig, da die Generation der Millennials in den USA, die zum großen Teil mit App-basierter Technologie vertraut ist und gut damit zurechtkommt, ihr Vermögen in den letzten zehn Jahren verzehnfacht hat, und zwar auf 5,9 Billionen US-Dollar.¹³ Zudem könnten sich die Anlagepräferenzen dieser Generation (z. B. in dem der Nachhaltigkeit ein größerer Stellenwert eingeräumt wird) durchaus von früheren Generationen unterscheiden.

In der Versicherungsbranche setzt ein neues disruptives Unternehmen Chatbots und künstliche Intelligenz ein, um Anträge und Forderungen zu verarbeiten. Einen Teil der Gewinne aus dem Prämiengeschäft gibt es an karitative Organisationen ab. Dieses Paket spricht offensichtlich viele an.

Natürlich birgt dieser neue, disruptive Ansatz auch Risiken. Sowohl für traditionelle als auch für neue Finanzunternehmen ist Cybersicherheit ein wichtiges Thema. Nach Schätzungen von Accenture sind Vermögenswerte in Höhe von rund 5 Billionen US-Dollar durch irgendeine Form von Cyberangriff gefährdet und belaufen sich die Ausgaben für Cybersicherheit mittlerweile auf 150 Milliarden US-Dollar jährlich.¹⁴

In der Praxis wird es natürlich nicht einfach sein, den fest etablierten Finanzinstituten ihre Position streitig zu machen, und auch etablierte Unternehmen können durchaus neue Technologien einführen.

¹¹ Quellen: MSCI; Angaben des Unternehmens.

¹² „Has the US Finance Industry Become Less efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation“, Thomas Philippon, *American Economic Review* 2015. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20120578>

¹³ Quelle: Federal Reserve. <https://tinyurl.com/3sthve8n>

¹⁴ *Cybersecurity Report von Accenture*, 2020.

Wichtige Informationen

Der Wert von Anlagen sowie die daraus resultierenden Erträge können sowohl steigen als auch fallen, und die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Anlageprodukte können Anlagerisiken unterliegen, die unter anderem den Verlust des gesamten oder eines Teils der investierten Kapitalsumme beinhalten.

Dieses Dokument ist weder ein Prospekt, eine Werbung, ein öffentliches Angebot oder eine Platzierung noch eine Empfehlung zum Ankauf, Verkauf, Halten oder Bewerben einer Anlage, eines Wertpapiers, eines anderweitigen Finanzinstruments oder eines anderweitigen Produkts oder einer anderweitigen Dienstleistung, noch ist es derart auszulegen. Es dient nicht als endgültige Darstellung der Bedingungen einer Anlage, eines Wertpapiers, eines anderweitigen Finanzinstruments oder eines anderweitigen Produkts oder einer anderweitigen Dienstleistung. Dieses Dokument dient nur zu allgemeinen Informationszwecken und ist nicht als Anlageberatung oder sonstige spezifische Empfehlung für eine bestimmte Vorgehensweise oder Unterlassung gedacht. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen berücksichtigen nicht die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse des Empfängers. Wir empfehlen Ihnen, sich vor einer Investition oder bei Unsicherheiten bezüglich der in diesem Dokument enthaltenen Informationen fachkundige, für Ihre bestimmten Umstände geeignete Beratung einzuholen.

Obschon die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus Quellen stammen, die als zuverlässig erachtet werden, erteilt kein Mitglied der EFG-Gruppe eine Erklärung oder Garantie für deren Richtigkeit, und derartige Informationen können unvollständig oder zusammengefasst sein. Sämtliche Meinungen in diesem Dokument können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Dieses Dokument kann persönliche Meinungen enthalten, die nicht zwangsläufig die Einstellung eines Mitglieds der EFG-Gruppe widerspiegeln. Soweit gesetzlich zulässig, ist kein Mitglied der EFG-Gruppe für die Folgen von Fehlern oder Aussparungen in diesem Dokument oder für das Vertrauen in hierin enthaltene Meinungen oder Aussagen verantwortlich. Ferner lehnt jedes Mitglied der EFG-Gruppe ausdrücklich jegliche Haftung ab, einschließlich (ohne Einschränkung) der Haftung für Neben- oder Folgeschäden, die sich aus derselben oder aus einer Handlung oder Unterlassung des Empfängers im Vertrauen auf dieses Dokument ergeben.

Die Verfügbarkeit dieses Dokuments in einer Rechtsordnung oder in einem Land kann den örtlichen Gesetzen oder Vorschriften zuwiderlaufen. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über etwaige Einschränkungen informieren und diese einhalten. Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung eines befugten Mitglieds der EFG-Gruppe weder ganz noch teilweise vervielfältigt, veröffentlicht oder an andere Personen verbreitet werden. Dieses Dokument wurde von EFG Asset Management (UK) Limited zur Verwendung durch die EFG-Gruppe sowie die weltweiten Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen innerhalb der EFG-Gruppe erstellt. EFG Asset Management (UK) Limited wurde von der britischen Financial Conduct Authority zugelassen und untersteht deren Aufsicht; eingetragen unter der Nummer 7389746. Eingetragener Sitz: EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, Vereinigtes Königreich, Telefon +44 (0) 20 7491 9111.

Wenn Sie dieses Dokument von einem verbundenen Unternehmen oder einer der unten genannten Niederlassungen erhalten haben, beachten Sie bitte Folgendes:

Bahamas: Die EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. hat von der Securities Commission der Bahamas gemäß dem Securities Industry Act von 2011 sowie den Securities Industry Regulations von 2012 die Zulassung und Befugnis zur Durchführung von Wertpapiergeschäften – einschließlich des Wertpapierhandels, Geschäften mit Wertpapieren, der Verwaltung von Wertpapieren und der Beratung zu Wertpapieren – in und von den Bahamas aus erhalten. Die EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. hat auch von der Zentralbank der Bahamas gemäß dem Banks and Trust Companies Regulation Act von 2000 die Zulassung als Bank- und Treuhandgesellschaft erhalten.

Bahrain: Die Niederlassung der EFG AG in Bahrain unterliegt der Aufsicht der Zentralbank von Bahrain mit eingetragenem Sitz in Bahrain Financial Harbour, West Tower 14th Floor, Königreich Bahrain.

Bermuda: EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. ist eine in Bermuda gegründete „Exempted Company“ mit beschränkter Haftung. Eingetragener Sitz: Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda.

Kaimaninseln: Die EFG Bank hat von der Cayman Islands Monetary Authority die Zulassung für die Durchführung von Bankgeschäften gemäß dem Banks and Trust Companies Law der Kaimaninseln erhalten. Die EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. hat von der Cayman Islands Monetary Authority die Zulassung für die Durchführung von Treuhandgeschäften gemäß dem Banks and Trust Companies Law der Kaimaninseln und für die Durchführung von Wertpapiergeschäften gemäß dem Securities Investment Business Law der Kaimaninseln erhalten.

Chile: Die EFG Corredores de Bolsa SpA wurde von der Comisión para el Mercado Financiero (vormals SVS) als Börsenmakler zugelassen und ist befugt, Wertpapiermaklergeschäfte in Chile sowie andere regulierte Tätigkeiten einschließlich der Verwaltung von Wertpapierportfolios mit Dispositionsbefugnis, der Abwicklung von Wertpapiergeschäften und der Anlageberatung, durchzuführen. Eingetragen unter der Nummer: 215. Eingetragener Sitz: Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago.

Zypern: Die EFG Cyprus Limited ist eine in Zypern unter der Firmennummer HE408062 gegründete Investmentgesellschaft. Eingetragene Geschäftsanschrift: Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Zypern. Die EFG Cyprus Limited wurde von der Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC) zugelassen und untersteht deren Aufsicht.

Dubai: EFG (Middle East) Limited unterliegt der Aufsicht der Dubai Financial Services Authority mit eingetragenem Sitz in Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate.

Guernsey: Die EFG Private Bank (Channel Islands) Limited hat die Zulassung von der Guernsey Financial Services Commission erhalten.

Hongkong: Die EFG Bank AG ist eine von der Hong Kong Monetary Authority gemäß Banking Ordinance (Cap. 155, Laws of Hong Kong) autorisierte Licensed Bank und berechtigt, in Hong Kong regulierte Tätigkeiten des Typs 1 (Handel mit Wertpapieren), des Typs 4 (Beratung zu Wertpapieren) und des Typs 9 (Vermögensverwaltung) durchzuführen.

Jersey: Die EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited unterliegt bezüglich der Durchführung von Investmentgeschäften gemäß dem Financial Services (Jersey) Law von 1998 der Aufsicht der Jersey Financial Services Commission.

Liechtenstein: Die EFG Bank von Ernst AG unterliegt der Aufsicht der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein, Landstrasse 109, Postfach 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein.

Luxemburg: Die EFG Bank (Luxembourg) S.A. wird in der von der luxemburgischen Aufsichtsbehörde (Commission de Surveillance du Secteur Financier) geführten offiziellen Liste der in Luxemburg gemäß dem Luxemburger Gesetz über den Finanzsektor vom 5. April 1993 (in der jeweils gültigen Fassung) (das „Gesetz von 1993“) gegründeten Banken als eine Aktiengesellschaft nach luxemburgischem Recht (société anonyme) aufgeführt, die zur Ausübung ihrer Tätigkeiten gemäß Artikel 2 des Gesetzes von 1993 befugt ist. In Luxemburg ansässige Personen, die Informationen zu den Dienstleistungen der EFG Bank (Luxembourg) S.A. wünschen, sollten sich ausschließlich an die EFG Bank (Luxembourg) S.A., 56 Grand Rue, Luxemburg 2013, Luxemburg, Telefonnummer +352 264541, wenden.

Monaco: Die EFG Bank (Monaco) SAM ist eine monegassische Aktiengesellschaft mit der Handelsregisternr. 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco). Die EFG Bank (Monaco) SAM ist eine Bank, deren Ausübung von Finanzgeschäften von der französischen Aufsichts- und Abwicklungsbehörde (ACPR) und der monegassischen Kommission für die Kontrolle der Finanzgeschäfte zugelassen ist und unter deren Aufsicht steht. Eingetragener Sitz: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principauté de Monaco), Telefon: +377 93 15 11 11. Der Empfänger dieses Dokuments spricht fließend Englisch und verzichtet auf die Möglichkeit, eine französische Version dieser Publikation zu erhalten.

Volksrepublik China: Die Repräsentanz der EFG Bank AG in Shanghai wurde von der China Banking Regulatory Commission genehmigt und ist gemäß den Bestimmungen der Volksrepublik China für die Verwaltung von Banken mit ausländischer Kapitalbeteiligung und den entsprechenden Durchführungbestimmungen bei der Shanghai Administration for Industry and Commerce registriert. Eingetragen unter der Nummer: 310000500424509. Eingetragener Sitz: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. Das Leistungsspektrum der Repräsentanz der EFG Bank AG in Shanghai beschränkt sich auf nicht auf den Erwerbzweck ausgerichtete Aktivitäten, darunter Kontaktaufnahme, Marktforschung und Beratung.

Portugal: Die portugiesische Niederlassung der EFG Bank (Luxembourg) S.A. ist bei der portugiesischen Wertpapiermarktkommission unter der Nummer 393 sowie bei der Bank von Portugal unter der Nummer 280 eingetragen. Steuernummer und Handelsregisternummer: 980649439. Eingetragener Sitz: Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto – 1250-140 Lissabon, Portugal.

Singapur: Die Niederlassung der EFG Bank AG in Singapur (UEN-Nr. T03FC6371) wurde von der Monetary Authority of Singapore als eine im Großkundengeschäft tätige Bank für die Ausübung von Bankgeschäften zugelassen und ist ein Exempt Financial Adviser im Sinne des Financial Advisers Act sowie ein Exempt Capital Markets Services Licensee im Sinne der Definition im Securities and Futures Act.

Schweiz: Die EFG Bank AG, Zürich, einschließlich ihrer Niederlassungen in Genf und Lugano, wurde von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassen und untersteht deren Aufsicht. Eingetragener Sitz: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zürich, Schweiz. Niederlassungen in der Schweiz: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 und EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

Vereinigtes Königreich: Die EFG Private Bank Limited wurde von der Prudential Regulation Authority zugelassen und untersteht der Aufsicht der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority; eingetragen unter der Nummer 144036. Die EFG Private Bank Limited ist Mitglied der London Stock Exchange. Eingetragen unter der Nummer 2321802. Eingetragener Sitz: EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, Vereinigtes Königreich, Telefon +44 (0)20 7491 9111. In Bezug auf EFG Asset Management (UK) Limited beachten Sie bitte die oben aufgeführten Statusangaben.

USA: Die EFG Asset Management (UK) Limited ist ein Tochterunternehmen von EFG Capital, ein bei der US-amerikanischen Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (SEC) registrierter Broker-Dealer und Mitglied der Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) und der Securities Investor Protection Corporation („SIPC“). Weder die SEC, die FINRA noch die SIPC hat dieses Dokument oder die von EFG Capital oder ihres in den USA ansässigen Tochterunternehmens, EFGAM Americas, bereitgestellten Dienstleistungen und Produkte gebilligt. EFGAM Americas ist als Anlageberater bei der SEC registriert. Wertpapierprodukte und Maklerdienstleistungen werden von EFG Capital bereitgestellt; Vermögensverwaltungsleistungen werden von EFGAM Americas erbracht. EFG Capital und EFGAM Americas sind über gemeinsame Eigentümerschaft verbunden und können Mitarbeiter/innen beschäftigen, die mehreren dieser Unternehmen zugehörig sind. Dieses Dokument ist nicht für den Vertrieb an US-Personen oder zugunsten von US-Personen bestimmt, davon ausgenommen sind Personen, die (im Sinne des United States Investment Company Act von 1940 in der jeweils gültigen Fassung („Investment Company Act“)) „qualifizierte Käufer“ und „akkreditierte Anleger“ (im Sinne von Regel 501 (a) des Securities Act) sind. Etwaige Wertpapiere, auf die in diesem Dokument Bezug genommen wird, werden nicht gemäß dem Securities Act (Wertpapiergesetz) registriert oder gemäß etwaigen geltenden staatlichen Wertpapiergesetzen zugelassen. Etwaige Fonds, auf die in diesem Dokument Bezug genommen wird, werden nicht als Investmentgesellschaften im Sinne des Investment Company Act (Gesetz über Investmentgesellschaften) registriert. Analysten, die sich außerhalb der Vereinigten Staaten befinden, werden von nicht US-Tochterunternehmen beschäftigt, die nicht den FINRA-Bestimmungen unterliegen.