

# INSIGHT

VIERTELJÄHRliche MARKTANALYSE

2Q 2021

SCHWERPUNKTE DIESER AUSGABE:



GLOBALE STRATEGISCHE VERMÖGENSAUFTEILUNG



GLOBALE WERTPAPIERAUSWAHL

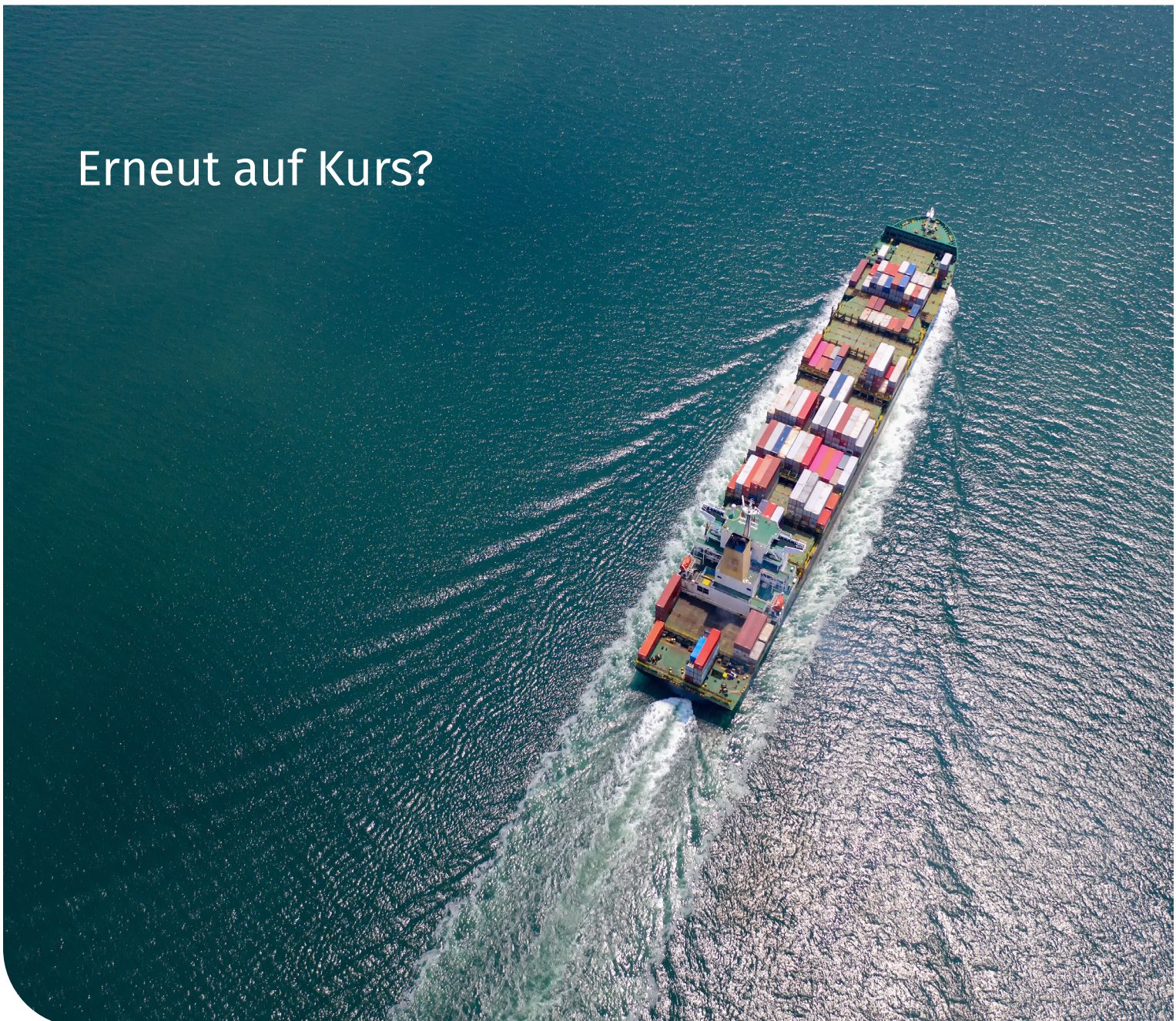


REGIONALE VERMÖGENSAUFTEILUNG



REGIONALE PORTFOLIOZUSAMMENSETZUNG

## Erneut auf Kurs?



### ÜBERBLICK

Ist die Weltwirtschaft erneut auf Kurs?

### USA

Eine Billion hier, eine Billion dort

### GB

Kurzfristiger Wachstumsschub, längerfristige Sorgen

### SONDERSCHWERPUNKT

Hauptprobleme digitaler Währungen

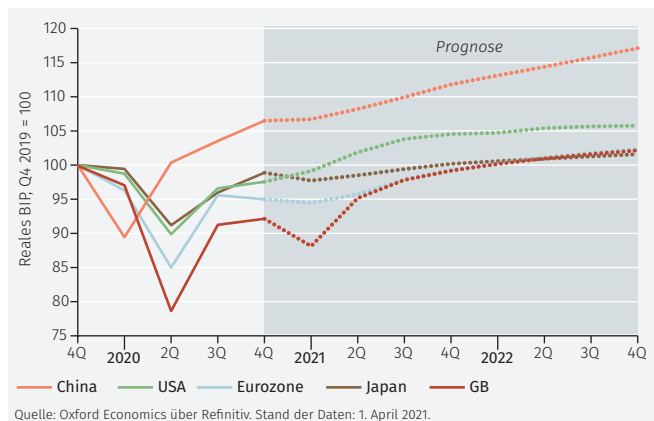
# ÜBERBLICK

Nach einem verhaltenen ersten Quartal scheint die Weltwirtschaft in den meisten Regionen der Welt wieder auf Kurs zu sein. Die Erwartungen an die Erholung in den USA sind deutlich optimistischer. Weltweit Anlass zur Sorge geben indes die Engpässe in den Lieferketten und die steigende Inflation.

## China-ähnliches Wachstum in den USA

Aufgrund der sehr expansiven Fiskalpolitik, der lockeren Geldpolitik und der rasch fortschreitenden Covid-19-Impfkampagne schnellten die Erwartungen für die US-Wirtschaft 2021 in die Höhe. Die Fed beispielsweise rechnet 2021 mit einem BIP-Wachstum von 6,5% und einige Prognosen aus dem Privatsektor sind sogar noch höher. Das BIP-Wachstum in den USA dürfte im zweiten Quartal sein Vorkrisenniveau überschreiten. In China war die Erholung sogar noch schneller (siehe Abb. 1). Japan, das Vereinigte Königreich und die Eurozone werden ihr Produktionsniveau von vor der Krise voraussichtlich Ende 2021 erreichen.

### 1. Erholung der wichtigsten Volkswirtschaften



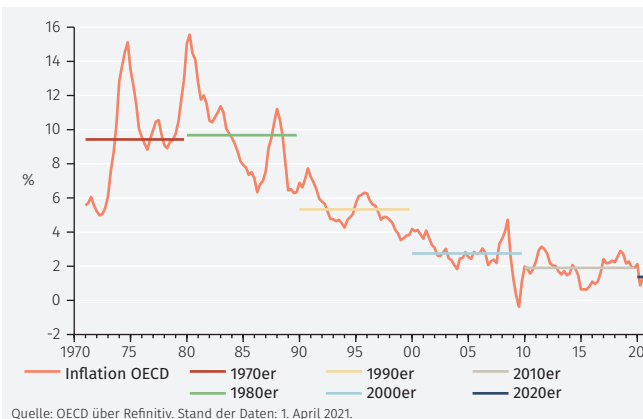
Einige versetzt diese Leistung jedoch nicht wirklich in Festtagslaune. Sie behaupten, dass deutlich mehr Wachstum erforderlich ist, um die „Produktionslücke“ (Abweichung des realisierten BIP vom Produktionspotenzial) vollständig zu schließen. Dieses Argument wurde ins Feld geführt, um in den USA das jüngste Fiskalpaket zur Konjunkturbelebung zu rechtfertigen und den Weg für das nächste (mit Schwerpunkt auf Infrastrukturausgaben) zu ebnen: Es solle „mit großer Kelle“ angerichtet werden, um eine vollständige Erholung sicherzustellen.

## Inflation und die „Bond Market Vigilantes“

Die Finanzmärkte befürchten, dass das „Anrichten mit großer Kelle“ ein Irrtum ist: dass die Konjunkturmaßnahmen über das hinausgehen, was zur Schließung der Produktionslücke notwendig ist, und zu Inflation führen könnten. Diese Ansicht vertrat insbesondere Larry Summers, welcher einst den Begriff der „sekulären Stagnation“ prägte (das Argument, dass die Nachfrage in den USA unzureichend ist, was zu einem deflationären Trend führt). Vor diesem Hintergrund sind seine Inflationsbedenken durchaus berechtigt.

In den Industriestaaten hat sich die Inflation in den letzten Jahrzehnten abgeschwächt (siehe Abb. 2). Könnte sich dieser Trend nun umkehren? Einige sehen diese Besorgnis, die sich im Anstieg der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen widerspiegelt (siehe Abb. 3), als Anzeichen dafür, dass die „Bond Market Vigilantes“ wieder am Werk sind und Warnschüsse an das Finanzministerium und an die Fed zu den Konsequenzen von deren laxem Verhalten abgeben. Dies könnte nicht nur zu einer höheren Inflation, sondern auch zu anderen unerwünschten Nebeneffekten

## 2. Inflationstrend in den Industrieländern

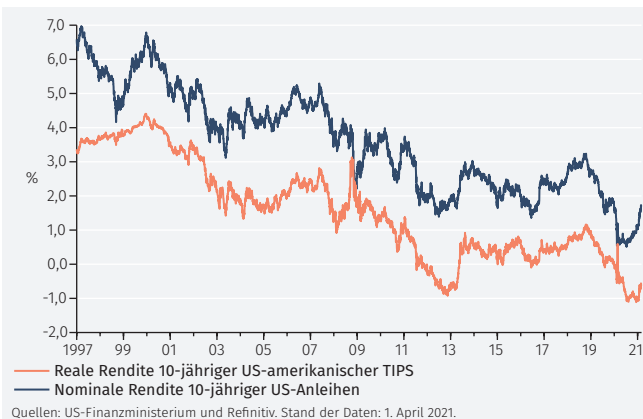


führen, insbesondere zu einer Verdrängung der Privatsektorinvestitionen, da die Gelder in die Finanzierung übermäßiger Haushaltsdefizite fließen.

Andere wiederum sind ins Kreuzfeuer geraten: Insbesondere der Anstieg der Renditen von Anleihen der Eurozone wird von den dortigen politischen Entscheidungsträgern nicht goutiert. Zudem behaupten einige, die fiskalpolitischen Maßnahmen in Europa seien unzureichend und gingen angesichts der Größe der Produktionslücke viel weniger weit als in den USA. Gemäß dieser Analyse läuft die Eurozone Gefahr, ähnlich zu reagieren wie nach der globalen Finanzkrise – zu wenig und zu spät.

Wie berechtigt sind diese verschiedenen Bedenken? Da die Rendite 10-jähriger US-Anleihen von ihrem Tiefpunkt in der Covid-19-Krise gestiegen ist, liegt sie mittlerweile wieder auf einem Niveau, das dem langfristigen Inflationsziel der Fed von 2% eher entspricht. Die realen Renditen (von inflationsgeschützten Wertpapieren) bleiben negativ, was darauf hindeutet, dass wir immer noch weit von einem Mangel an verfügbarem Kapital und der damit einhergehenden Verdrängungsgefahr entfernt sind und somit reichlich Mittel für Investitionen bereitstehen.

## 3. Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen



# ÜBERBLICK

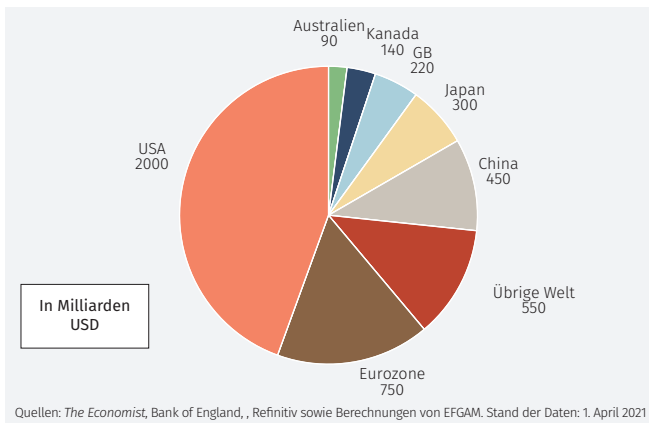
Das Konzept der globalen Ersparnisschwemme – ein Überhang an Ersparnissen im Vergleich zu den Investitionsmöglichkeiten –, welches auf eine Rede des früheren US-Notenbankpräsidenten Bernanke aus dem Jahr 2005 zurückgeht, zeigt sich nun in einer neuen Ausprägung.

## Überschüssige Ersparnisse

Der weltweite Ersparnisüberschuss (vor allem der Haushalte, aber auch einiger Unternehmen) wird auf über 4 Billionen US-Dollar geschätzt, die Hälfte davon in den USA (siehe Abb. 4). Bei denjenigen, die weiterarbeiten konnten, deren Ausgaben – insbesondere für Reisen, Freizeit und Unterhaltung – jedoch eingeschränkt wurden, haben die Ersparnisse stark zugenommen. Viele andere, die nicht arbeiten konnten, wiederum wurden durch verschiedene Einkommensbeihilfen und Kurzarbeitsprogramme entschädigt. Unbestritten jedoch ist, dass einige unter einem Arbeitsplatzverlust und Einkommenseinbußen zu leiden hatten. Deshalb ist bisweilen von einer K-förmigen Erholung die Rede.

Dies wird mittlerweile auch von den politischen Entscheidungsträgern und nicht zuletzt von der Fed weitgehend anerkannt, die betont, wie wichtig es ist, den Arbeitsmarkt zu stärken, um die Beschäftigungsaussichten für die benachteiligten Gruppen der Gesellschaft zu verbessern.

### 4. Weltweite überschüssige Ersparnisse



## Geld und Inflation

Die gebildeten Ersparnisse werden meistens in Form von Bankeinlagen gehalten. Dies wiederum ist der Hauptgrund für das starke Wachstum der weit gefassten

### 5. Weltweites Geldmengenwachstum

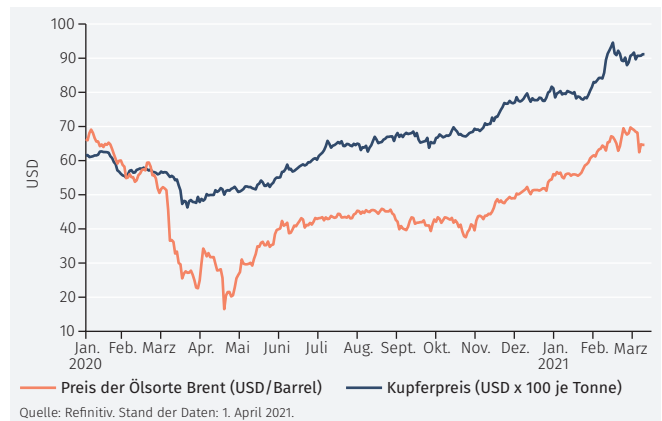


Geldmenge, das auf dem ganzen Erdball zu beobachten ist (siehe Abb. 5). Dies bedeutet vor allem, dass sich die aktuelle Entwicklung von derjenigen nach der globalen Finanzkrise unterscheidet. Damals nahm die Zentralbankgeldmenge (Geldbasis) zu, die breit gefasste Geldmenge hingegen wuchs nicht. Nun nehmen beide stark zu.

Obwohl der nach monetaristischer Lehre bestehende Kausalzusammenhang zwischen schnellerem Geldmengenwachstum und künftiger Inflationsentwicklung seit Langem als nicht hinreichend belegt gilt, als dass sich die Politik auf ihn berufen könnte, gibt es dennoch guten Grund zur Sorge. Das Wachstum der breit gefassten Geldmenge in den USA war seit 1943 nicht mehr so schnell. Milton Friedman selbst bezeichnete das Geld als zeitweilige Bleibe der Kaufkraft. Damit liegt der Fokus darauf, was passieren könnte, wenn diese Kaufkraft in tatsächliche Ausgaben umgewandelt wird.

Gewiss, die derzeitigen Bedenken über höhere Inflation erinnern an diejenigen in den 1970er-Jahren – das letzte Mal, als schnelleres Geldmengenwachstum mit höherer Inflation in Verbindung gebracht wurde. Die Öl- und Rohstoffpreise sind stark angestiegen (siehe Abb. 6); in vielen Branchen sind berechnete Forderungen nach höheren Löhnen festzustellen; Lieferengpässe haben das reibungslose termingerechte Bestandsmanagement abgelöst und „Basiseffekte“, d. h. der Vergleich von Preisen dieses Jahr mit den gedrückten Preisen von Anfang 2020, werden im Sommer automatisch zu höheren Inflationsraten führen.

### 6. Erholung der Rohstoffpreise



Wir bezweifeln jedoch, dass die Inflation nach dem praktisch unvermeidlichen kurzfristigen Anstieg kontinuierlich aufwärts tendieren wird. Wenn Covid-19 so weit eingedämmt ist, dass die „normale“ Wirtschaftstätigkeit wiederaufgenommen werden kann, ist ein Konsumüberschwang durchaus möglich. Die Kapazitätsauslastung in weiten Teilen der Weltwirtschaft ist jedoch niedrig, die Arbeitslosenquoten bleiben hoch und die hohe Unsicherheit wird wohl anhalten, was die Erholung in Sektoren wie Reisen und Unterhaltung behindern wird.

Zudem ist in einigen Schwellen- und Entwicklungsländern – insbesondere in Lateinamerika – Covid-19 noch nicht unter Kontrolle, sodass an der Robustheit der Erholung durchaus Zweifel bestehen.

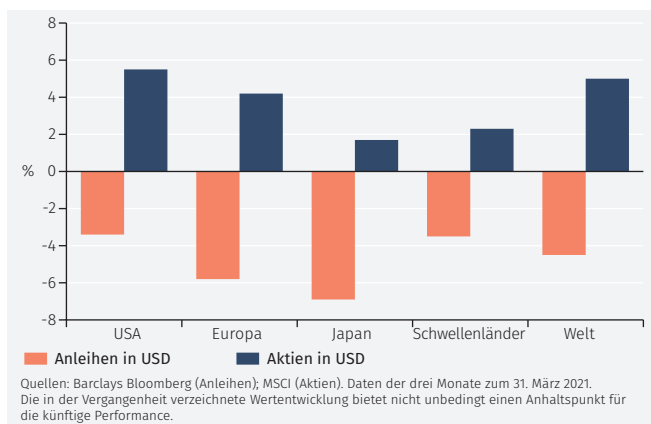
# KAPITALMARKTPERFORMANCE

Im ersten Quartal 2021 entwickelten sich die globalen Anleihen und Aktien unterschiedlich. Der allgemeine Rückgang der Anleihenpreise ging mit einem generellen Anstieg der Aktienkurse einher. Der US-Dollar wertete gegenüber den meisten Währungen auf.

## Kapitalmarktpformance

Die globalen Aktienmärkte verzeichneten im ersten Quartal 2021 gemessen am MSCI World Index in US-Dollar eine Rendite von 5,0 % (siehe Abb. 7). Die Renditen an den globalen Rentenmärkten hingegen waren mit -4,5 % auf Basis des Bloomberg Barclays Global Aggregate Index<sup>1</sup> negativ. An fast allen Märkten (mit dem Vereinigten Königreich und Kanada als nennenswerte Ausnahmen) fielen die Renditen in US-Dollar aufgrund der Abwertung der jeweiligen Lokalwährungen niedriger aus.

### 7. Kapitalmarktpformance

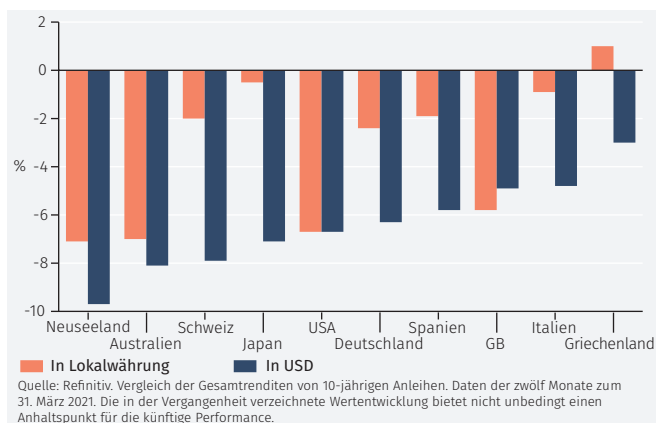


## Anleihemärkte

An den Anleihemärkten standen ein Anstieg der Renditen von Anleihen mit längeren Laufzeiten und eine Versteilerung der Renditenstrukturkurve (d. h. die Renditen längerfristiger Anleihen stiegen im Verhältnis zu diejenigen kurzfristiger Papiere) im Vordergrund.

Somit fielen die Renditen von Anleihen mit längeren Laufzeiten generell niedriger aus. Am US-Markt beispielsweise belief sich die Gesamrendite 10-jähriger Staatsanleihen auf -6,7 % (siehe Abb. 8). In Australien und Neuseeland fielen die Renditen in Lokalwährung niedriger aus als in den USA. In diesen beiden

### 8. Anleiherenditen



Volkswirtschaften spiegelten die steigenden Renditen das wachsende Vertrauen in die wirtschaftliche Erholung wider, dennoch gaben beide Währungen gegenüber dem US-Dollar leicht nach.

In der Eurozone verzeichneten die 10-jährigen griechischen Staatsanleihen bescheidene positive Renditen: Die Renditen lagen stabil bei etwa 1 % und der hohe Kupon griechischer Anleihen trug zur Rendite bei. An allen Anleihemärkten der Eurozone und auch in der Schweiz fielen die Renditen in US-Dollar aufgrund der Abwertung der jeweiligen Lokalwährungen jedoch niedriger aus.

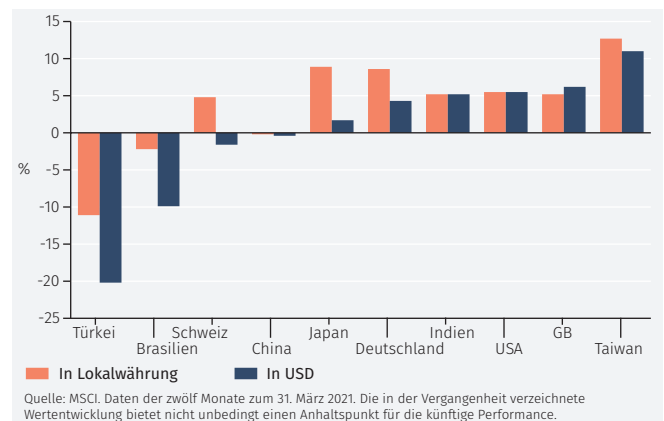
Im Vereinigten Königreich stiegen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen leicht an, was zu Kapitalverlusten und einer negativen Rendite in Lokalwährung führte. Das Pfund Sterling war allerdings eine der wenigen Währungen, die im ersten Quartal gegenüber dem US-Dollar aufwertete. Von den wichtigsten Währungen gab der Yen im Berichtszeitraum am stärksten gegenüber dem US-Dollar nach.

## Aktienmärkte

Am britischen Aktienmarkt wurden im ersten Quartal positive Renditen in Lokalwährung erzielt. Dies lässt sich dadurch erklären, dass die stärker von der Konjunktur abhängigen Segmente der globalen Aktienmärkte – Öl, Energie und Finanzwerte – im Index für den britischen Aktienmarkt stark gewichtet sind und im Berichtszeitraum gut abschnitten.

Taiwan gehörte im ersten Quartal aufgrund der hohen Nachfrage nach seinen Technologieunternehmen zu den Aktienmärkten mit der besten Performance. Bedenken über das Management der Wirtschaft in Brasilien und in der Türkei hatten zur Folge, dass diese beiden Märkte im Berichtszeitraum schwach abschnitten.

### 9. Aktienrenditen



<sup>1</sup> 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 jüngsten fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen, die rasch fortschreitende Covid-19-Impfkampagne und die überschüssigen Ersparnisse, die von den Verbrauchern gebildet wurden, schaffen die Voraussetzungen für einen raschen Aufschwung der US-Wirtschaft.

## Großzügige Fiskalpolitik und Erholung des BIP-Wachstums ...

Senator Dirksen meinte in den 1960er-Jahren zu den US-Staatsausgaben: „Eine Milliarde hier, eine Milliarde dort, und recht bald schon redet man über richtig viel Geld.“ Würde man Milliarden durch Billionen ersetzen, wäre seine Aussage auch heute durchaus zutreffend. Auf die Pakete vom März 2020 über 2 Billionen US-Dollar und vom Dezember 2020 über 0,9 Billionen US-Dollar folgt nun Präsident Bidens Konjunkturpaket im Umfang von 1,9 Billionen US-Dollar (siehe Abb. 10).

### 10. Fiskalpolitische Konjunkturpakete in den USA

| Datum                    | Paket  | Umfang       |
|--------------------------|--|--------------|
| März 2020                | <b>CARES-Paket</b><br><i>Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act</i> | ≈2 Bio. USD  |
| Dezember 2020            | <b>Zusätzliches Konjunkturpaket</b>  | 915 Mrd. USD |
| März 2021                | <b>ARP</b><br><i>American Rescue Plan</i>                                      | 1,9 Bio. USD |
| Noch nicht verabschiedet | <b>Infrastrukturpaket</b>  | 2,3 Bio. USD |

Quelle: Wall Street Journal. Stand der Daten: 1. April 2021.

Ganz konkret sieht das jüngste Paket vor allem den Versand – ab März 2021 – von 1400-Dollar-Schecks an Amerikanerinnen und Amerikaner vor. Außerdem sind Finanzspritzen für Schulen, Familien, Bundesstaaten, Kommunen sowie das Gesundheitswesen geplant. Infrastrukturausgaben sind in diesem Paket hingegen nicht inbegriffen. Diese stehen mit dem 2,3 Billionen US-Dollar schweren Infrastrukturgesetz an, das Maßnahmen im Transportbereich, grüne Investitionen und eine Wiederbelebung der schwächeren Teile der US-Wirtschaft vorsieht.

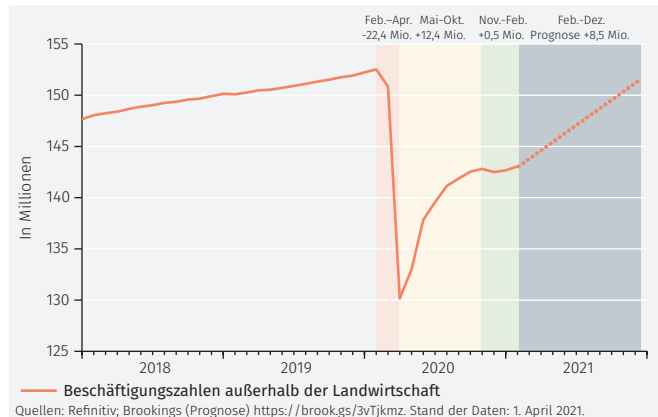
Dies wird sich natürlich nicht unmittelbar auf das Wirtschaftswachstum auswirken – große Infrastrukturprojekte sind berüchtigt dafür, nur langsam voranzutreten und das Budget zu überziehen –, dürfte aber einen positiven Einfluss auf die längerfristigen Wachstumsaussichten der USA haben. So ist zu erwarten, dass sich dadurch das Angebotspotenzial der Volkswirtschaft erhöht und, was noch wichtiger ist, Arbeitsplätze geschaffen werden.

### ... das Ausmaß des Beschäftigungszuwachs bleibt jedoch offen

Doch es müssen auch kurzfristig Arbeitsplätze geschaffen werden. Ganz zu Beginn der Pandemie gingen 22 Millionen Arbeitsplätze verloren. In den darauffolgenden sechs Monaten wurden 12 Millionen Arbeitsplätze geschaffen. Dann aber verlangsamte sich der Beschäftigungszuwachs. Wie viele Jobs könnten bis zum Jahresende geschaffen werden? Das okunsche Gesetz setzt das BIP-Wachstum in Beziehung zum Beschäftigungszuwachs: Ein BIP-Wachstum von 1 % führt zu einem Beschäftigungszuwachs von schätzungsweise rund 0,5 %. Bei einem für 2021 prognostizierten BIP-Wachstum von 6,5 % sollten also 460 000 neue Arbeitsplätze pro Monat geschaffen werden.<sup>2</sup> Bei vielen der in der Pandemie verloren gegangenen Jobs handelte es sich um „in Person“ erbrachte Dienstleistungen, die in dieser Regel wahrscheinlich nicht vollständig berücksichtigt sind. Die Prognosen in Abbildung 11

<sup>2</sup> Brookings. [www.shorturl.at/qvT01](http://www.shorturl.at/qvT01)

### 11. USA – Beschäftigungszahlen außerhalb der Landwirtschaft

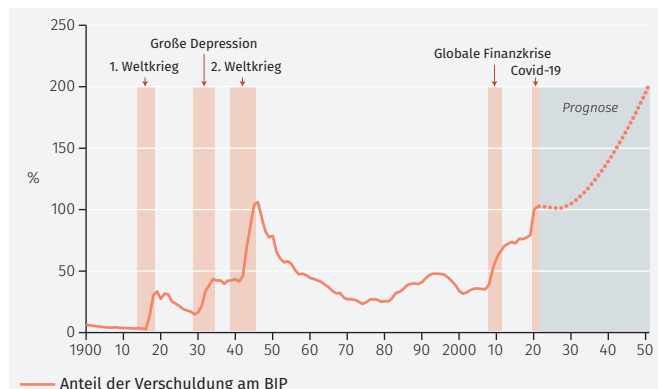


beruhen auf einem größeren Beschäftigungszuwachs, nämlich auf durchschnittlich 850 000 monatlich neu geschaffenen Arbeitsplätzen. Dadurch würde die Beschäftigung fast wieder auf den Vor-Pandemie-Höchststand steigen.

### Staatlicher Schuldendienst

Was die Fiskalpolitik betrifft, so gibt es verständlicherweise Bedenken über den künftigen Anstieg der Staatsverschuldung. Die CBO-Prognosen zeigen, dass diese bis 2050 auf 200 % des BIP zunehmen wird. Ein solches Niveau wäre überwältigend, wäre es nicht bereits von Japan überschritten worden – offensichtlich mit nur wenigen negativen Folgen. Die wichtigere Frage ist jedoch, ob diese Verschuldung tragbar ist. Schaut man sich die COB-Prognosen nur bis zum Jahr 2030 an, stellt man fest, dass die Zinszahlungen für die Staatsverschuldung zu jenem Zeitpunkt 12,5 % der Staatseinnahmen aufzehren werden. Im Jahr 1995, als die Verschuldung viel geringer war, die Zinsen aber viel höher waren, entfiel ein Viertel der Staatseinnahmen auf den Schuldendienst. Wenn sich die Inflation und die Zinsen also in Zaum halten – was nicht sicher ist –, ist nur schwerlich ein Problem zu erkennen.

### 12. USA – Anteil der Staatsverschuldung am BIP



# VEREINIGTES KÖNIGREICH

Die rasch fortschreitende Impfkampagne, hohe Ersparnisse und Auswirkungen der expansiven Maßnahmen der USA stimmen im Hinblick auf die britische Wirtschaft kurzfristig zuversichtlich. Die strukturellen Probleme nach dem Brexit hingegen geben Anlass zur Sorge.

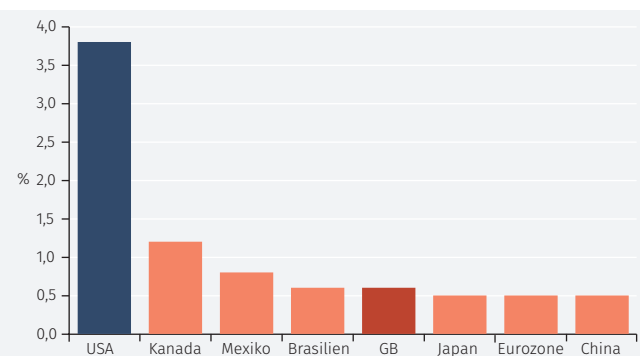
## Kurzfristiger Wachstumsschub

Die rasch fortschreitende Impfkampagne und die allmähliche Lockerung der Lockdown-Maßnahmen im Vereinigten Königreich schaffen eine solide Grundlage für eine Erholung für den Rest des Jahres 2021. Ab 21. Juni soll es keine Kontaktbeschränkungen mehr geben, sollen große gesellschaftliche Veranstaltungen wieder stattfinden und Büros wieder öffnen können und soll Fernarbeit nicht mehr vorgeschrieben sein. Zwar werden die Einschränkungen aufgehoben, doch es stellt sich die große Frage, ob die Menschen ihre wiedergewonnenen Freiheiten auch tatsächlich nutzen werden. Auslandsreisen dürften noch bis mindestens Ende Jahr eingeschränkt bleiben. Nicht zu vergessen ist außerdem, dass solche Lockerungspläne in der Vergangenheit immer wieder über Bord geworfen wurden (insbesondere als um Weihnachten 2020 die geplante Bewegungsfreiheit in letzter Minute wieder eingeschränkt wurde).

Natürlich sind viele Verbraucher in der Lage, in zuvor geschlossenen Bereichen wie Reisen und Unterhaltung mehr auszugeben. Die überschüssigen Ersparnisse der privaten Haushalte (d. h. die Ersparnisse, die über das hinausgehen, was ohne Lockdown-Beschränkungen zu erwarten wäre) belaufen sich auf insgesamt 150 Milliarden Pfund und werden zu einem großen Teil in Form von Bankeinlagen gehalten. Es kann durchaus sein, dass es die britischen Verbraucher kaum noch erwarten können, ihren Kaufrausch auszuleben, wenn die Einschränkungen aufgehoben sind, muss aber nicht. Die Bank of England geht in ihren eigenen Prognosen davon aus, dass in den nächsten drei Jahren gerade einmal 5% dieser überschüssigen Ersparnisse ausgegeben werden. Somit ist eine allmähliche, langsame Erhöhung der Ausgaben und des Wachstums wohl wahrscheinlicher als ein schlagartiger Anstieg.

Dasselbe gilt für den Wachstumsschub, der von der expansiven Fiskalpolitik in den USA ausgehen dürfte: Das Vereinigte Königreich ist zwar einer der Hauptnutznießer, doch werden sich die Auswirkungen wohl über ein Jahr erstrecken (siehe Abb. 13).

## 13. US-Stützungsmaßnahmen – Nutzen für das Vereinigte Königreich



Schub für das BIP aufgrund fiskalpolitischer Stützungsmaßnahmen in den USA

Quelle: Economic Outlook update der OECD, März 2021.

## Langfristige Unwägbarkeiten

Längerfristig, d. h. über mehrere Jahre, werden unseres Erachtens drei Hauptfaktoren die britische Wirtschaft beeinträchtigen. Erstens wird die neue Handelsvereinbarung mit der EU wahrscheinlich dazu führen, dass die Wirtschaft weniger schnell auf Veränderungen der Nachfrage reagieren wird. So wird es für Arbeitskräfte aus

<sup>3</sup> Das Hauptaugenmerk des Vereinigten Königreichs scheint auf den elf Ländern der 2018 gegründeten Transpazifischen Partnerschaft (Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, CPTPP) zu liegen, welcher es beitreten möchte. Diese elf Länder sind: Australien, Brunei, Chile, Japan, Kanada, Malaysia, Mexiko, Neuseeland, Peru, Singapur und Vietnam.

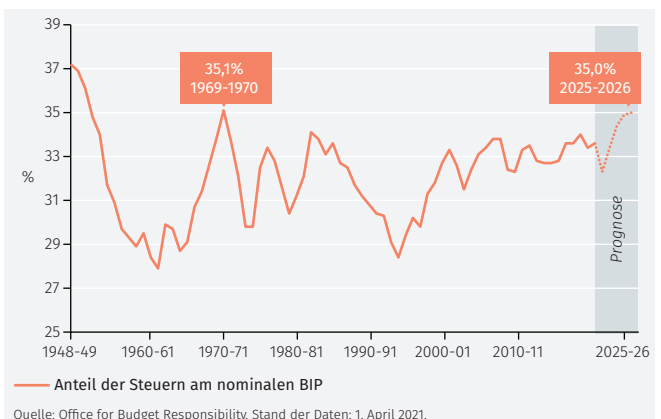
## 14. Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Refinitiv. Stand der Daten: 1. April 2021.

Mittel- und Osteuropa, die für viele Branchen – von der saisonalen Landwirtschaft bis hin zum Gesundheitswesen – so wichtig sind, schwieriger sein, Zugang zum britischen Arbeitsmarkt zu erhalten. Zweitens könnte sich der Einfluss globaler Kräfte auf die Inflation im Vereinigten Königreich aufgrund höherer Handelsbarrieren generell verringern. Derzeit weisen die 10-jährigen britischen Staatsanleihen eine niedrigere Rendite auf als die 10-jährigen US-Staatsanleihen (siehe Abb. 14). Dies erscheint anomal, sollte das Vereinigte Königreich zu einer inflationsanfälligeren Volkswirtschaft werden, die weniger als sicherer Hafen fungiert. Drittens könnte es für das Vereinigte Königreich angesichts der sich abzeichnenden Steuererhöhungen (siehe Abb. 15), insbesondere Unternehmenssteuererhöhungen, schwierig werden, seinen Status als attraktives Niedrigsteuerland für internationale Unternehmen zu bewahren und weiter zu festigen.

## 15. Vereinigtes Königreich – Steuerlast



Quelle: Office for Budget Responsibility. Stand der Daten: 1. April 2021.

Das Vereinigte Königreich möchte den Handel auf die indopazifische Region verlagern, zu der es eine enge historische und kulturelle Bindung hat.<sup>3</sup> Diese Strategie ist insofern sinnvoll, als der Indo-Pazifik-Raum zu den weltweit am schnellsten wachsenden Regionen gehören dürfte. Es ist jedoch alles andere als sicher, dass das Vereinigte Königreich auf diese Weise etwaige Einbußen im Handel mit den europäischen Nachbarn rasch kompensieren kann.

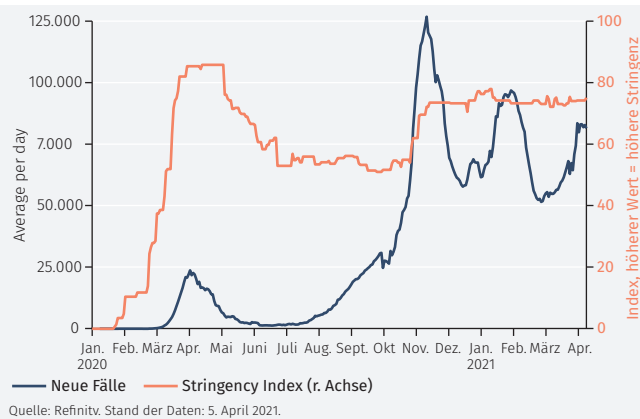
# EUROZONE

Covid-19 hält die Eurozone – vor allem Frankreich – im Würgegriff. Die geldpolitische Reaktion wurde verstärkt, zusätzliche fiskalpolitische Maßnahmen blieben jedoch fast gänzlich aus.

## Vierte Welle

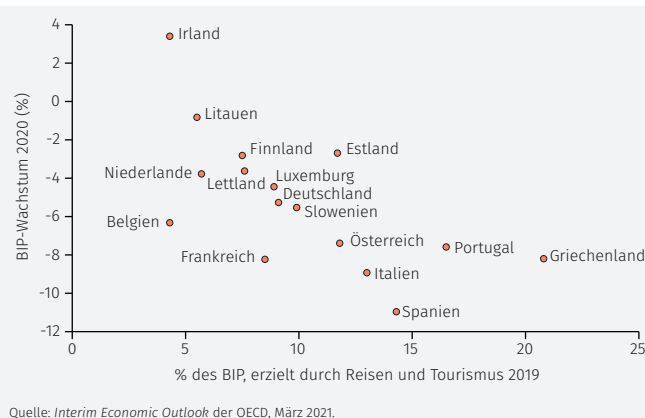
Die Eurozone wurde von einer vierten Covid-19-Welle erfasst (siehe Abb. 16). Ein wesentlicher Grund dafür ist die überaus schleppend verlaufende Impfkampagne. Ab Oktober 2020 verschärfte Lockdown-Maßnahmen wurden noch nicht gelockert. In Frankreich begann am 3. April der dritte landesweite Lockdown.

### 16. Covid-19 – Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien



Die Hoffnungen auf eine Öffnung der südeuropäischen Volkswirtschaften rechtzeitig zur Sommerurlaubssaison wurden gedämpft. Dies wird unweigerlich Volkswirtschaften wie Spanien, Portugal, Griechenland und Italien treffen, die stark von Reisen und Tourismus abhängig sind (siehe Abb. 17).

### 17. Tourismus in der Eurozone und BIP



Dennoch sind viele Unternehmen in Bezug auf die Erholung mittlerweile zuversichtlicher. In Deutschland stieg der ifo-Geschäftsklimaindex im März auf den höchsten Wert seit Juni 2019. Und der Optimismus in der verarbeitenden Industrie war seit November 2010 nicht mehr so hoch.

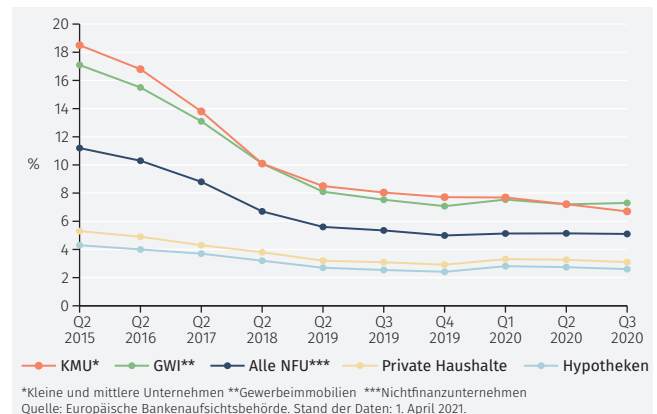
## Langsame Reaktion, aber keine Krise

Die fiskalpolitische Reaktion der Eurozone auf die Krise kann als zu schwach und zu schleppend kritisiert werden. Gemessen am BIP war der Gesamtumfang der fiskalpolitischen Konjunkturmaßnahmen in der Eurozone 2020 jedoch sogar größer als in den USA. In den USA gab es seither aber weitere beträchtliche fiskalpolitische Impulse, während sich in der Eurozone neue Maßnahmen in Grenzen hielten.<sup>4</sup> Zudem wurden einige der im letzten Jahr angekündigten Maßnahmen nur langsam umgesetzt. Insbesondere die Auszahlungen aus dem 750 Milliarden Euro schweren Wiederaufbaufonds haben noch nicht begonnen. Italien, das 200 Milliarden Euro aus diesem Fonds erhalten soll, plant immer noch, wie das Geld auszugeben ist. Dies steht in krassm Widerspruch zum Vorgehen der US-Regierung, welches darin bestand, große Schecks an Amerikanerinnen und Amerikaner zu verschicken. Dennoch steht eindeutig fest, dass die Maßnahmen der EZB – namentlich deren kürzlich ausgeweitetes Ankaufprogramm für Anleihen – wirksam zur Abwendung einer Krise beigetragen haben.

Die Renditenaufschläge zwischen den früheren Krisenstaaten der Eurozone und Deutschland sind so niedrig wie seit Ende der 2000er-Jahre nicht mehr. Außerdem scheint die Gefahr gering, dass sich der sogenannte „Doom Loop“ – Pleitebanken ziehen Staaten mit in die Tiefe und Pleitestaaten reißen ihre Banken mit in den Abgrund – wiederholt, der zu Beginn der 2010er-Jahre zu beobachten war.

Die Banken sind heute solider als damals: Die Eigenkapital- und Liquiditätsquoten aller wichtigen Banken der Eurozone lagen im dritten Quartal 2020 über dem erforderlichen Niveau. Zudem haben die Banken ihre notleidenden Kredite abgebaut (siehe Abb. 18). Lösungen wie das „Hercules“-Programm waren besonders effektiv. Allerdings werden einige befristete Maßnahmen zur Verbesserung notleidender Kredite (insbesondere Moratorien und Bürgschaften für kleine Unternehmenskredite) letztlich auslaufen.

### 18. Notleidende Kredite europäischer Banken



Eine Krise konnte zwar abgewendet werden, doch längerfristige strukturelle Wachstumshemmnisse – insbesondere demografischer Art – bleiben.

<sup>4</sup> Interim Economic Outlook Updated der OECD, März 2021.

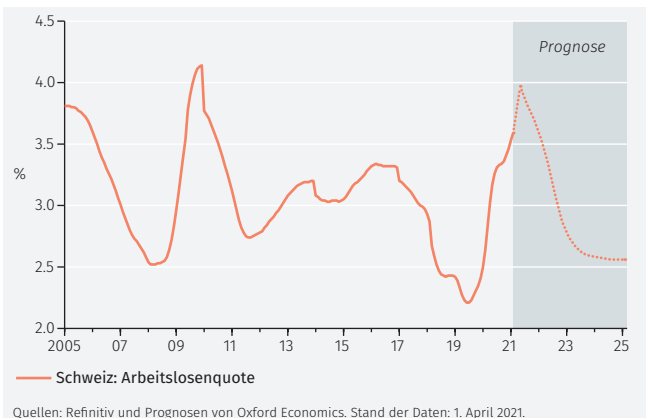
# SCHWEIZ

Die Schweizer Wirtschaft hat sich angesichts der Covid-19-Pandemie als relativ robust erwiesen – und dies ohne sehr umfangreiche fiskalpolitische Maßnahmen. Doch sollte die Schuldenbremse in Anbetracht der immer noch niedrigen Inflation überdacht werden?

## Die Schweiz und Covid-19

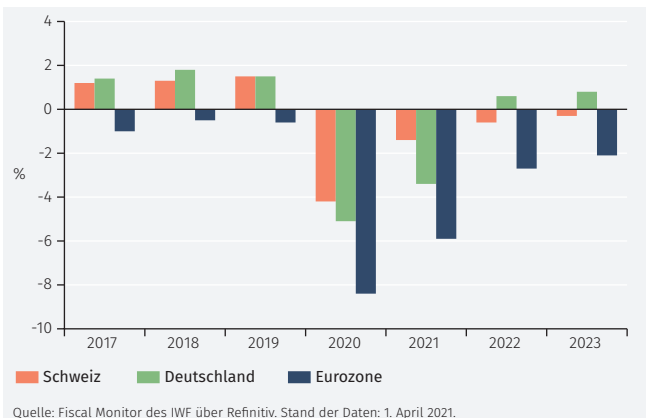
Im Jahr 2020 sank das Schweizer BIP um 3 %. Obwohl der Rückgang beachtlich war, fiel er weniger stark aus als befürchtet. Zudem wird davon ausgegangen, dass das BIP 2021 um rund 3 % zulegt (und somit auf sein Vor-Pandemie-Niveau steigt) und auch 2022 kräftig wächst. Allerdings dürfte die Arbeitslosenquote (die im Februar auf 3,6 % und damit auf den höchsten Stand seit 2010 gestiegen ist; siehe Abb. 19) – wie in vielen anderen Volkswirtschaften auch – nur langsam sinken, wenn die Wirtschaft wieder geöffnet wird.

### 19. Schweiz – Arbeitslosenquote



Im Jahr 2020 wurden 16,9 Milliarden Franken bzw. 2,4 % des BIP zur Bewältigung der Pandemie ausgegeben. Für 2021 wurden weitere 3,1 % des BIP veranschlagt. Diese außerordentlichen Ausgaben sind der Hauptgrund für das historisch hohe Defizit, das 2020 verzeichnet wurde und mit dem für 2021 gerechnet wird. Dennoch erscheinen die Haushaltsdefizite der Schweiz im Vergleich zu jenen Deutschlands und der Eurozone gering (siehe Abb. 20).

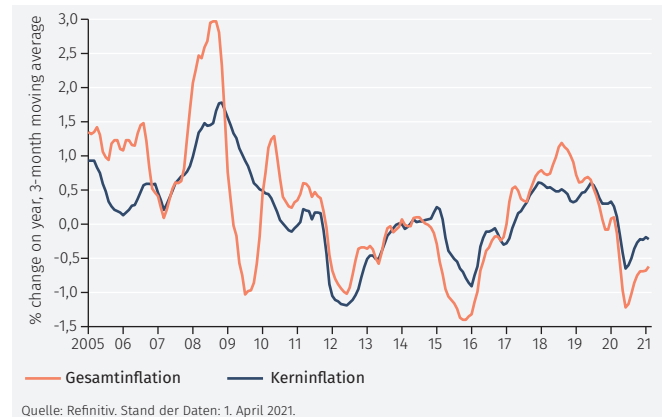
### 20. Schweiz – Staatshaushalt und Vergleiche



## Inflationstrend

Die Verbraucherpreisinflation ist seit Ende 2019 negativ und lag im Februar gegenüber dem Vorjahr bei -0,5 %. Dies spiegelt einen Rückgang sowohl der Kerninflation als auch der Preise der volatilen Komponenten wie Nahrungsmittel und Energie wider (siehe Abb. 21). Wie in anderen Volkswirtschaften auch dürften diese Inflationen Mitte 2021 steigen. Die Inflationserwartungen der Haushalte scheinen sich jedoch auf einem Niveau stabilisiert zu haben, das einer Inflation entspricht, die am unteren Ende der von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zur Definition von Preisstabilität verwendeten Spanne von 0–2 % liegt.

### 21. Schweiz – Gesamt- und Kerninflation



## Schuldenbremse

Dies lässt die offenkundige Entschlossenheit der Schweizer Behörden, rasch zur Haushaltsdisziplin zurückzukehren, fraglich erscheinen. Der Finanzplan 2022–24 des Bundesrates sieht einen ausgeglichenen Haushalt für 2022 und einen leichten Überschuss in den zwei darauffolgenden Jahren vor. Dieser Plan hält die sogenannte Schuldenbremse ein, die seit 2003 in Kraft ist. Dieser Mechanismus, welcher darauf abzielt, die Schulden durch einen ausgewogenen strukturellen Haushalt über einen Konjunkturzyklus hinweg zu stabilisieren, trug im Wesentlichen dazu bei, dass die Schuldenquote von 58 % im Jahr 2002 auf 40 % 2019 gesenkt werden konnte.

Gemäß den Regeln der Schuldenbremse hat der Bundesrat Ausgabenüberschüsse während der sechs folgenden Rechnungsjahre abzutragen. Es wäre wohl angezeigt, diese Flexibilität zu nutzen. Eine zu frühe fiskalpolitische Straffung könnte die Erholung abwürgen. Zudem könnte die Wirtschaft bei einer zu restriktiven Fiskalpolitik nur durch die Geldpolitik unterstützt werden, was den Ausstieg der SNB aus den heftig kritisierten Negativzinsen und Devisenmarktinterventionen erschweren würde.

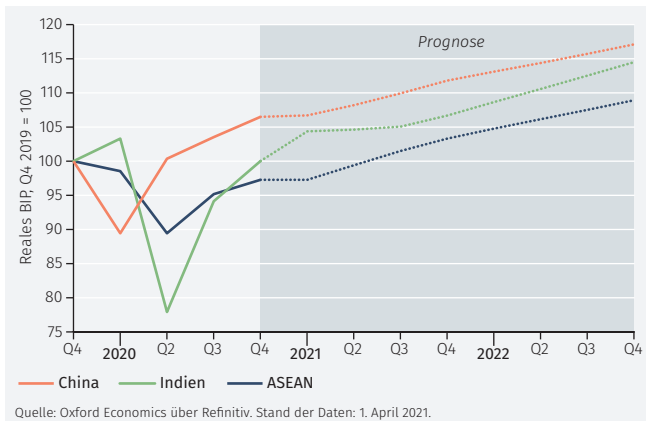
# ASIEN

Bei einer raschen Erholung denkt man zwar immer zuerst an China, doch Indien liegt nicht weit zurück. Indiens langjährige Schwachstellen – hohe Inflation, ein Leistungsbilanzdefizit und eine schwache Währung – dürften ausländischen Anlegern nun weniger Anlass zur Sorge geben.

## China dicht auf den Fersen

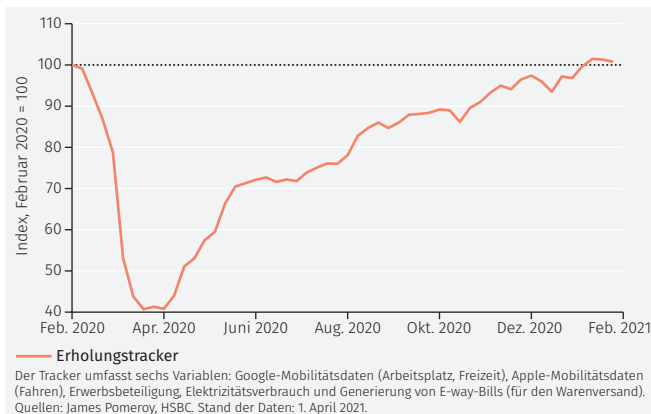
China wird von der ganzen Welt um seine rapide Wirtschaftserholung beneidet. Der BIP-Einbruch im ersten Quartal 2020 wurde im zweiten Quartal vollständig wettgemacht und das BIP lag Ende 2020 7 % über seinem Vor-Pandemie-Niveau (siehe Abb. 22).

### 22. Erholung der asiatischen Volkswirtschaften



Was viele überraschen wird, ist, dass offiziellen Daten zufolge auch Indien das BIP-Niveau von vor der Pandemie erreicht hat. Die Qualität dieser Daten ist in vielen asiatischen Volkswirtschaften zweifelhaft. Insbesondere die Daten zum indischen BIP wurden vielfach kritisiert.<sup>5</sup> Doch alternative Quellen von Daten zur Mobilität, zur Erwerbsbeteiligung, zum Elektrizitätsverbrauch und zum Warenversand, welche die Erholung nach der Pandemie wohl besser widerspiegeln, zeigen denselben Trend (siehe Abb. 23).

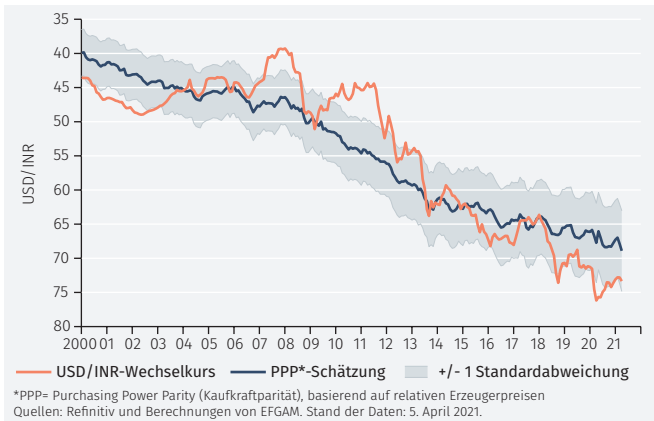
### 23. Indien – Erholungstracker



## Bedenken über die indische Währung

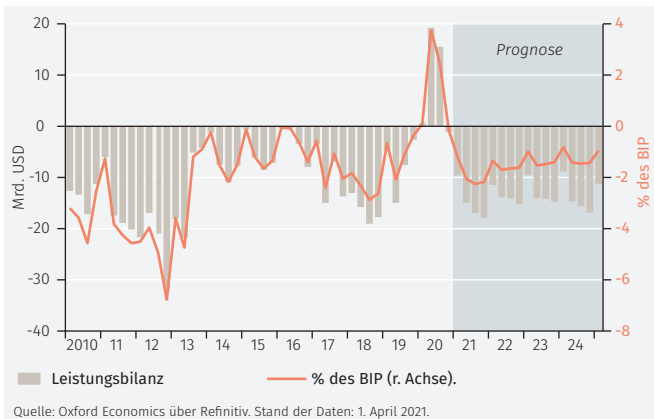
Sowohl tatsächliche als auch potenzielle Anleger in Indien zeigen sich besorgt über die Schwäche der indischen Rupie (siehe Abb. 24).

### 25. Indien – Leistungsbilanz



In Indien lag die Inflation in der Vergangenheit hoger als in den USA, was im Laufe der Zeit dazu führte, dass die Rupie an Wert verlor. Zudem weist Indien in der Regel ein Leistungsbilanzdefizit auf (siehe Abb. 25), sodass das Land bei stärkeren Kapitalabflussen anfällig ist für eine starke Währungsabwertung.

### 24. Wechselkurs der indischen Rupie



## Zeiten ändern sich

Doch die Zeiten ändern sich. Indien hat vor Kurzem einen Leistungsbilanzüberschuss ausgewiesen – aufgrund der Lockdowns wurde vor allem weniger Erdöl eingeführt – und die Leistungsbilanzdefizite dürften in Zukunft geringer ausfallen. Die Inflation konnte eingedämmt werden. Sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation liegen in der von der Reserve Bank of India angestrebten Bandbreite von 2–6 %. Obwohl höhere Nahrungsmittel- und Ölpreise kurzfristig wohl zu einer höheren Inflation führen werden, verfügt die Wirtschaft immer noch über Kapazitätsreserven.

Hauptsorgen bleiben hingegen der Wiederanstieg der Covid-19-Fälle und die schleppenden strukturellen Reformen.

<sup>5</sup> „India’s GDP Misestimation“, Arvind Subramanian, ehemaliger Finanzminister. <https://bit.ly/3fs4r1F>

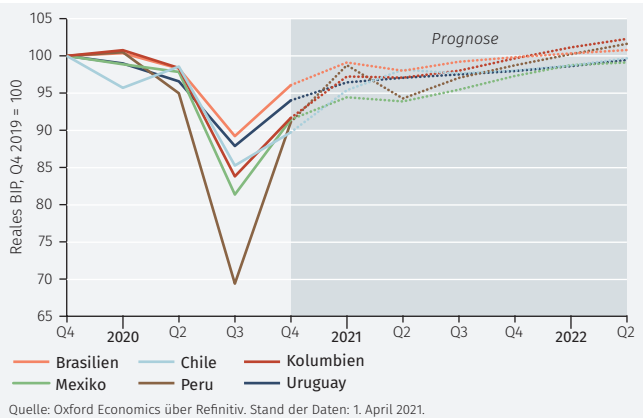
# LATEINAMERIKA

Obwohl es in den lateinamerikanischen Volkswirtschaften Ende 2020 zu einer Erholung kam, deutet nun alles auf einen langsamen Aufschwung hin. Es gibt große Hindernisse: Eindämmung von Covid-19, begrenzter geld- und fiskalpolitischer Handlungsspielraum sowie politische Unsicherheit.

## Covid-19-Fälle und Maßnahmen

Lateinamerika wurde von der Covid-19-Pandemie stark getroffen. In vielen Volkswirtschaften brach das Wachstum 2020 ein und im Allgemeinen wird eine nur langsame Erholung erwartet (siehe Abb. 26).

### 26. Erholung in Lateinamerika

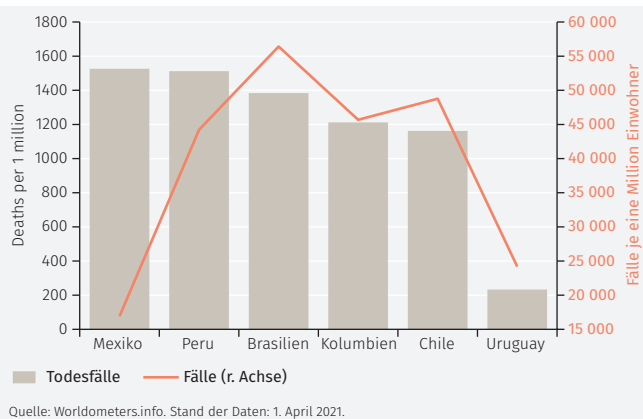


## Drei Hindernisse

Es gibt drei Haupthindernisse für das künftige Wachstum.

Erstens: Lateinamerika kämpft immer noch mit Covid-19 (siehe Abb. 27). In vielen Volkswirtschaften, allen voran in Brasilien, wurde zuerst die Gefährlichkeit der Erkrankung bestritten und anschließend die Wirksamkeit der Impfung infrage gestellt. In den größeren lateinamerikanischen Volkswirtschaften mag die Zahl der Covid-19-Todesfälle je eine Million Einwohner zwar etwas niedriger liegen als in den USA, doch könnte es durchaus sein, dass diese Zahlen nicht die tatsächlichen Verhältnisse abbilden.<sup>6</sup> In allen Ländern mit Ausnahme von Chile und Uruguay sind weniger als 10 % der Bevölkerung geimpft.

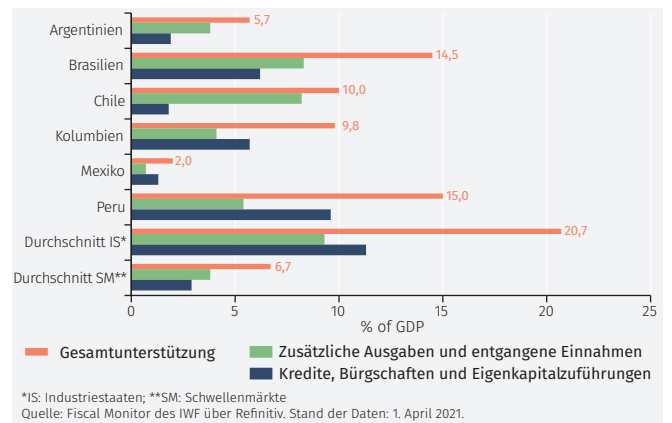
### 27. Lateinamerika – Schwere von Covid-19



Zweitens: Die politische Unsicherheit hat aufgrund einer Reihe wichtiger anstehender Wahlen, wie beispielsweise 2022 in Brasilien, zugenommen. Die verstärkten Eingriffe von Präsident Bolsonaro in die Wirtschaft (insbesondere in Bezug auf die Treibstoffpreise) stehen in krassem Widerspruch zu den erhofften marktwirtschaftlichen Reformen von Finanzminister Paulo Guedes. Bei diesen wurden kaum Fortschritte erzielt, da sie vom Nationalkongress hinausgezögert wurden.

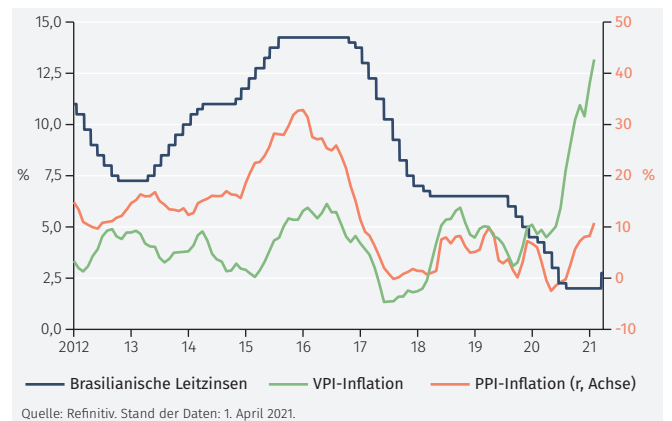
Drittens: Der fiskal- und geldpolitische Handlungsspielraum ist beschränkt. In der gesamten Region fiel die fiskalpolitische Reaktion schwächer aus als in den Industriestaaten und im Falle von Mexiko war diese sehr bescheiden (siehe Abb. 28). Aufgrund der hohen Verschuldung gibt es nur wenig Spielraum für zusätzliche expansive Maßnahmen.

### 28. Fiskalpolitische Unterstützung in der Covid-19-Pandemie



Angesichts der unter dem Einfluss höherer Rohstoffpreise und schwächerer Währungen steigenden Inflation wurden die Leitzinsen bereits wieder erhöht, insbesondere in Brasilien (siehe Abb. 29). Lateinamerika steht ein steiniger Weg bevor.

### 29. Brasilien – Inflation und Leitzinsen



<sup>6</sup> Rund 1500 Todesfälle je eine Million Einwohner in Brasilien, Mexiko und Peru gegenüber mehr als 1700 Todesfällen in den USA. Quelle: Worldometers; 1. April 2021.

## SONDERSCHWERPUNKT – DIGITALE WÄHRUNGEN

Digitale Währungen haben in letzter Zeit viel Beachtung gefunden. Dabei stand vor allem der Bitcoin im Mittelpunkt, da einige Unternehmen angekündigt haben, Zahlungen in dieser Währung akzeptieren zu wollen. Allerdings dürfte sich digitales Zentralbankgeld eher als neues Zahlungsmittel durchsetzen.

Digitale Währungen – insbesondere der Bitcoin – haben in letzter Zeit viel Aufmerksamkeit erregt. Der Begriff „digitale Währung“ bezieht sich auf Geld, das in elektronischer Form vorliegt, in Anwendungen wie elektronischen Geldbörsen gespeichert wird und über elektronische Geräte zugänglich ist. Doch der Bitcoin und digitales Zentralbankgeld (Central Bank Digital Currencies, CBDC) unterscheiden sich deutlich.

Einige Unternehmen haben angekündigt, Zahlungen in Bitcoins akzeptieren zu wollen, während gleichzeitig Versuche mit digitalem Zentralbankgeld – insbesondere mit E-Yuan der People's Bank of China – laufen. In welchem Zusammenhang stehen diese Entwicklungen?

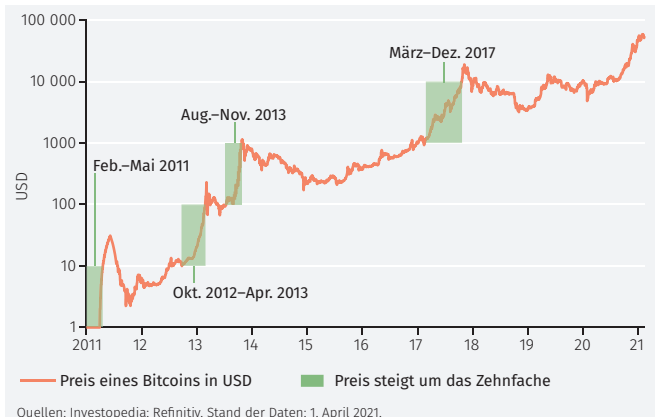
### Kann der Bitcoin zu Geld werden?

Geld hat drei Funktionen: Es dient als Zahlungsmittel, als Wertaufbewahrungsmittel und als Recheneinheit. Um als Zahlungsmittel akzeptiert zu werden, müsste der Bitcoin die erste dieser Funktionen eigentlich erfüllen, doch es gibt schwerwiegende Probleme. Insbesondere reicht die Kapazität des Bitcoin-Zahlungsmechanismus nicht aus. Die Obergrenze für Bitcoin-Transaktionen liegt bei ungefähr fünf pro Sekunde, wohingegen Zahlungsabwicklungsunternehmen wie Visa oder Mastercard über 2000 Transaktionen pro Sekunde abwickeln können. Angesichts seiner Kursvolatilität (siehe Abb. 30) dürfte der Bitcoin kurzfristig nicht als stabiles Wertaufbewahrungsmittel erachtet werden und es ist höchst unwahrscheinlich, dass er sich in naher Zukunft als Recheneinheit durchsetzt. Würde er beispielsweise für die Erstellung der Jahresrechnung eines Unternehmens verwendet, hätte der Jahresvergleich der Rechnungen z. B. bei einer Umrechnung in US-Dollar praktisch keine Aussagekraft. Zudem wird der Bitcoin häufig mit illegalen Transaktionen und Steuerhinterziehung in Verbindung gebracht, ein Hauptgrund, weshalb die Währung in einigen Ländern verboten wurde. Zu guter Letzt wird der Bitcoin von den Banken in der Regel nicht als Sicherheit akzeptiert.

### Digitales Zentralbankgeld kann zweifelsohne Geld sein

Es besteht hingegen kein Zweifel daran, dass digitales Zentralbankgeld eine weit verbreitete neue Form von Geld sein kann, das als Zahlungsmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel dient. Digitales Zentralbankgeld wird derzeit von einer Reihe von Zentralbanken erforscht, geplant und getestet. In China läuft derzeit ein umfangreicher Versuch, der bisher sehr erfolgreich zu sein scheint. Der E-Yuan hat den Status eines gesetzlichen Zahlungsmittels, d. h., er muss als Zahlungsmittel akzeptiert werden. Andere Formen von digitalem Zentralbankgeld werden ziemlich sicher dieselbe Funktion haben. Digitale Zahlungen werden in China – wie in vielen anderen Ländern auch – bereits in großem Umfang genutzt, die Infrastruktur dafür wird aber von Privatunternehmen bereitgestellt. Digitales Zentralbankgeld stellt eine Alternative dar, da die Zentralbanken an der Bereitstellung der Zahlungsinfrastruktur beteiligt sind. Am wichtigsten jedoch ist, dass digitales Zentralbankgeld von Zentralbanken ausgegeben wird, die auch für einen stabilen monetären Rahmen sorgen.

### 30. Bitcoin-Kurs



Ein weiterer zentraler Unterschied zwischen digitalen Währungen aus dem Privatsektor und digitalem Zentralbankgeld ist dessen Fungibilität. Von Zentralbanken ausgegebenes Geld ist hoch fungibel: Es kann problemlos seine Form (von physischen Banknoten und Münzen über Bankeinlagen bis hin zu digitalem Zentralbankgeld) ändern oder seinen Besitzer wechseln. Die Fungibilität privater digitaler Währungen hingegen ist umstritten: Der Besitz von Bitcoins lässt sich zurückverfolgen, was deren Einsatz behindern könnte (beispielsweise, wenn ein bestimmter Bitcoin als Teil einer illegalen Transaktion gehalten wird).

Da es viele verschiedene private digitale Währungen gibt, ist es schwierig, den Kurs zu ermitteln, zu dem sie gegeneinander ausgetauscht werden. Dies ist kein neues Problem. James Bullard, der sich insbesondere auf die Erfahrung der USA stützte, als mehrere Versionen des US-Dollars in Umlauf waren, wies darauf hin, dass die Gesellschaft solche Systeme in der Regel nicht mag.<sup>7</sup>

In der Kunstwelt wird die Frage der Fungibilität jedoch auf den Kopf gestellt. Non-Fungible Tokens (nichtfungible Tokens, NFT) werden als Repräsentation des Eigentums an einem Kunstwerk verwendet. Jeder NFT existiert in der Blockchain nur einmal. Es gibt nur eine definitive Originalversion des Kunstwerks. Der NFT bietet eine moderne Möglichkeit, die Echtheit des Kunstwerks zu überprüfen. Natürlich handelt es sich hierbei um eine Technologie, die in einem viel breiteren Kontext angewendet werden könnte (z. B. Eigentum an verschiedensten physischen Vermögenswerten).

Wir gehen zwar mit Milton Friedman einig, dass zu bezweifeln ist, dass der Privatsektor alleine für einen stabilen monetären Rahmen sorgen kann, und dies folglich eine zentrale Aufgabe des Staates bleiben wird, doch eröffnet die Technologie hinter den privaten digitalen Währungen verschiedene neue und interessante Möglichkeiten.

<sup>7</sup> James Bullard, Federal Reserve Bank of St Louis, *Public and Private Currency Competition*. <https://tinyurl.com/4ef2n8zw>

## 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 Erwerb zweck ausgerichtete Aktivitäten, darunter Kontaktaufnahme, Marktforschung und Beratung.

**Portugal:** Die portugiesische Niederlassung der EFG Bank (Luxembourg) S.A. ist bei der portugiesischen Wertpapiermarkt-Kommission 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.