

INSIGHT

VIERTELJÄHRliche MARKTANALYSE

4Q 2020

SCHWERPUNKTE DIESER AUSGABE:



GLOBALE STRATEGISCHE VERMÖGENSAUFTEILUNG



GLOBALE WERTPAPIERAUSWAHL



REGIONALE VERMÖGENSAUFTEILUNG



REGIONALE PORTFOLIOZUSAMMENSETZUNG



Eine ganz neue Welt

ÜBERBLICK

Covid-19-Pandemie beschleunigt wichtige globale Veränderungen

USA

Die Wahl und danach

SCHWEIZ

Braucht es einen Staatsfonds?

SONDERSCHWERPUNKT

Universitäten in einer neuen Welt

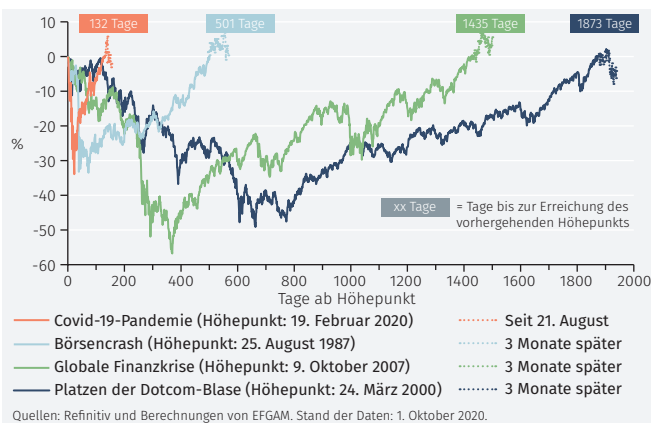
ÜBERBLICK

Der Covid-19-bedingte Schock für die Weltwirtschaft wird zu bleibenden Veränderungen führen. Einige werden bereits bestehende Trends verstärken, andere – mit denen noch vor wenigen Monaten praktisch niemand gerechnet hat – werden neu sein.

Aktienmarkterholung

Der Covid-19-bedingte Einbruch an den Aktienmärkten weltweit und das Tempo der Erholung waren außergewöhnlich. In den USA fiel der S&P 500 von Ende Februar bis Ende März um nahezu ein Drittel, machte dann aber bis August 2020 alle Einbußen wieder wett. Erholungen nach ähnlich starken Einbrüchen in der Vergangenheit haben viel länger gedauert (siehe Abb. 1).

1. Rückgänge und Erholungen des S&P 500

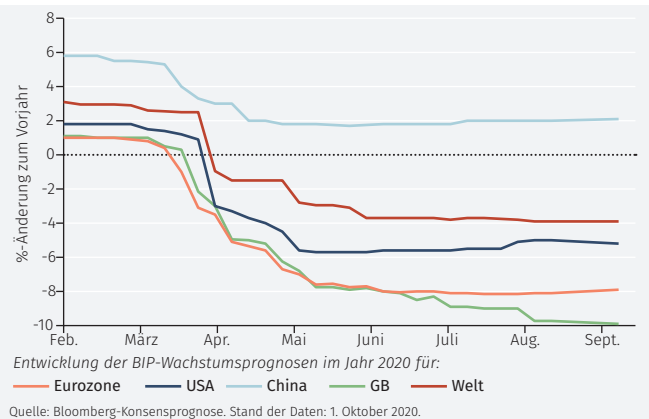


Da der Aktienmarkt häufig ein (wenn auch etwas unzuverlässiger) Frühindikator einer Volkswirtschaft ist, kann eine Markthausse als ermutigendes Anzeichen für eine Konjunkturerholung erachtet werden. Einige Indikatoren – wie beispielsweise die Verbraucherausgaben in vielen Volkswirtschaften – lassen auf eine V-förmige Erholung hoffen. Andere – wie beispielsweise der internationale Reiseverkehr – bleiben auf niedrigem Niveau. Und noch etwas Grundlegeres steht mittlerweile fest: Die Welt hat sich in verschiedenen zentralen Punkten verändert.

China: die Blase, die nie platzt

Mehrere bereits bestehende Trends haben sich verstärkt. Einer davon ist die Bedeutung von China für das Weltwirtschaftswachstum. Zur großen Enttäuschung vieler im Westen hat sich China von der Covid-19-Pandemie viel besser erholt als alle anderen wichtigen Volkswirtschaften. China wird 2020 eines der ganz wenigen Länder sein, die mit einem positiven realen BIP-Wachstum aufwarten können (siehe Abb. 2) – dies nach vielen Jahren, in denen die Nachhaltigkeit und Widerstandsfähigkeit der chinesischen Volkswirtschaft angezweifelt wurde. Im Jahr 2007 behauptete der damalige Ministerpräsident der Volksrepublik, das größte Problem der chinesischen Wirtschaft sei, dass das Wachstum instabil, unausgewogen, unkoordiniert und nicht nachhaltig ist. Doch bereits angesichts der globalen Finanzkrise und nun angesichts der Covid-19-Pandemie gelang es China, seine Wirtschaft zu anhaltendem Wachstum zu führen.

2. Prognosen für das weltweite BIP-Wachstum 2020

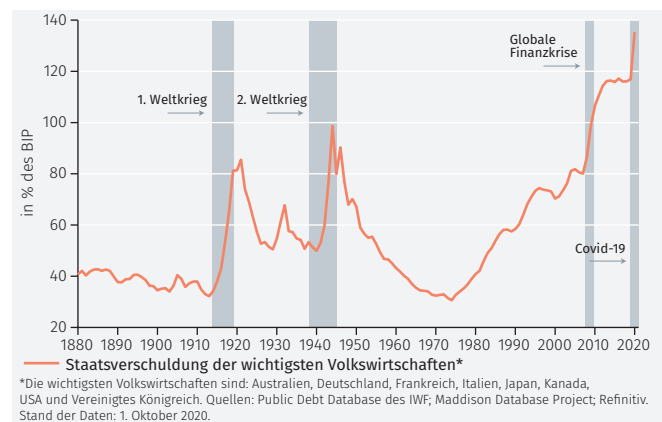


Der von vielen aufgrund der übermäßigen Verschuldung befürchtete Crash am chinesischen Immobilienmarkt ist ausgeblieben. Das Land hat seinen massiven Leistungsbilanzüberschuss abgebaut, sodass die Leistungsbilanz nun nahezu ausgeglichen ist. Die ländliche Armut wurde beseitigt. Die Inflation ist unter Kontrolle und die Währung stabil. Laut einer neuen Analyse ist China „die Blase, die nie platzt“.¹ Blasen können andauern, wenn das nominale Wachstum einer Volkswirtschaft (d. h. das reale Wachstum plus Inflation) dauerhaft über deren nominalem Zinssatz liegt. Dies ist in China jetzt der Fall, ist schon seit vielen Jahren so und dürfte auch in Zukunft so bleiben.

Ein jäher Anstieg der Staatsverschuldung

Der Anstieg der Staatsverschuldung infolge der Maßnahmen zur Bekämpfung der Pandemie kam völlig unerwartet. In den wichtigsten

3. Staatsverschuldung



¹ Thomas Orlik, *The Bubble that Never Pops*, Oxford University Press, 2020.

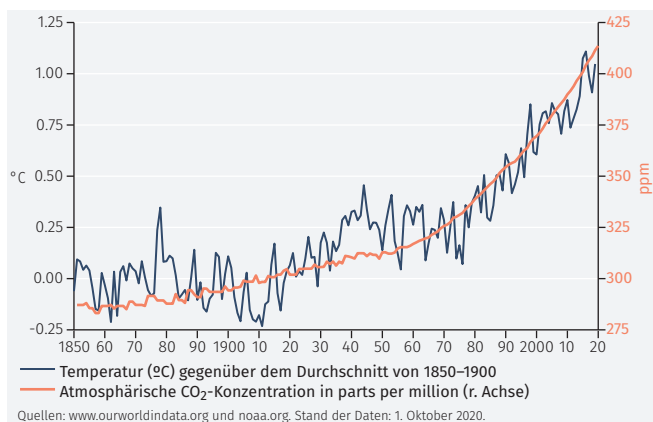
ÜBERBLICK

Industrielländern schnellte die Verschuldung auf über 100 % des BIP hoch (siehe Abb. 3). Doch eine Analyse, die derjenigen zur wirtschaftlichen Nachhaltigkeit Chinas ähnlich ist, kann auf Staatsschulden angewendet werden: Liegt der auf Staatsschulden bezahlte Zinssatz genügend weit unter der nominalen Wachstumsrate der Wirtschaft, kann die Staatsverschuldung stabilisiert werden oder gar zurückgehen.² Dies war früher der Fall. Nach dem 2. Weltkrieg ging die durchschnittliche Verschuldung der Industrieländer von 90 % auf 30 % des BIP zurück, was weitgehend dem stärkeren nominalen Wachstum zu verdanken war. Die Zinsen in den Industrieländern sind nun sehr niedrig – und dies dürfte unseres Erachtens noch eine ganze Weile so bleiben. Daher wird es ausschlaggebend sein, ob es gelingt, robustes reales BIP-Wachstum und Inflation zu generieren.

Maßnahmen gegen den Klimawandel

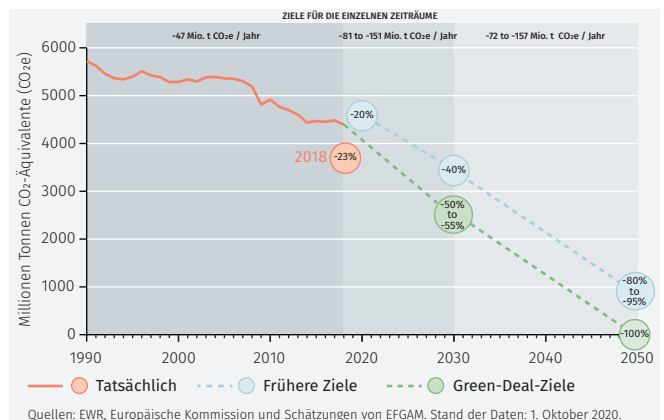
Eine Möglichkeit, das Wachstum anzukurbeln, wäre, beträchtliche öffentliche und private Investitionen gezielt in die Bekämpfung des Klimawandels zu lenken. Solche Maßnahmen sind angesichts der Waldbrände in Australien und Kalifornien, des tauenden Permafrosts in Sibirien und der rekordträchtigen Hurrikansaison im Atlantik dringender geworden. Der Zusammenhang zwischen den weltweit ansteigenden Treibhausgasemissionen und der Erderwärmung ist klar (siehe Abb. 4). Dass es sich um eine Kausalität und nicht um eine Korrelation handelt, gilt inzwischen als weithin anerkannt.

4. Globale CO₂-Konzentration und Erderwärmung



Der Green Deal der EU, welcher bis 2050 eine Senkung der Kohlenstoffemissionen in der EU um 95 % anstrebt (siehe Abb. 5), ist ein Beispiel für die Ziele, die gesetzt wurden. China hat sich verpflichtet, bis 2060 klimaneutral zu sein (d. h. keine Nettoemissionen von Kohlendioxid). Auch viele US-Bundesstaaten und -Städte haben solche Maßnahmen ergriffen. Erfreulicherweise sind die Kosten für neue Technologien zur Reduzierung der Emissionen – insbesondere in den Bereichen Solar- und Windenergie sowie Elektrofahrzeuge – deutlich zurückgegangen. Einer Schätzung zufolge würde es bis 2030 „nur“ 200–350 Milliarden EUR pro Jahr kosten, wenn sämtliche günstige, derzeit verfügbare Möglichkeiten zur Reduzierung der Kohlendioxidemissionen entschieden genutzt würden.³ Angesichts der weltweiten fiskalpolitischen Maßnahmen zur Bekämpfung von Covid-19 im Umfang von schätzungsweise 9 Billionen USD dürften solche Kosten nun vertretbarer erscheinen.

5. Treibhausgasemissionen. Trends und Ziele in der EU

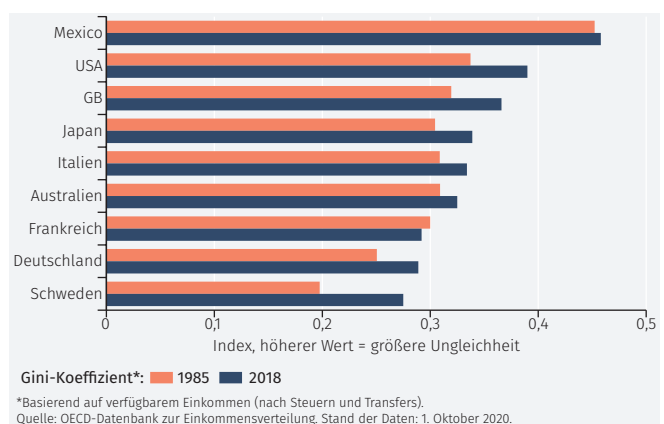


Ungleichheit

In den meisten Industrieländern war in den letzten Jahrzehnten eine wachsende Einkommensungleichheit zu beobachten (siehe Abb. 6). Der vielleicht wichtigste Grund dafür ist, dass die zunehmende Globalisierung dazu führte, dass sich aufgrund der niedriger bezahlten Arbeiter in China, den asiatischen Schwellenländern und Osteuropa die Einkommen und Beschäftigungschancen von weniger qualifizierten Arbeitern im Westen verschlechterten. Da die Löhne in diesen Schwellenländern mittlerweile gestiegen sind und ein klarer Trend hin zur Deglobalisierung zu beobachten ist, dürfte der Druck auf die niedrig bezahlten Arbeiter in den Industrieländern nun abnehmen. Dies könnte gesellschaftlichen Gruppen zugutekommen, die klar zu den Verlierern früherer Trends gehörten. Es ist auffällig, dass die Arbeitslosenrate in der Pandemie vor allem bei der jungen, schwarzen und hispanischen US-Bevölkerung mit über 30 % einen Höchstwert erreichte. Der neue Schwerpunkt der US-amerikanischen Federal Reserve, möglichst langfristig für Vollbeschäftigung zu sorgen, dürfte zu besseren Beschäftigungschancen und Einkommensaussichten für diese benachteiligten Gruppen führen.

Eine Rückkehr zur Normalität, also zu den Bedingungen vor der Pandemie, scheint derzeit unrealistisch. Die Welt hat sich verändert.

6. Zunehmende Ungleichheit



² Die Schuldenhöhe stabilisiert sich ungefähr dann, wenn das Haushaltsdefizit (ohne Zinszahlungen) kleiner ist als die Differenz zwischen dem auf die Schulden gezahlten Zinssatz und der nominalen Wachstumsrate multipliziert mit der Staatsschuldenquote.

³ McKinsey. <https://www.mckinsey.com/about-us/new-at-mckinsey-blog/a-revolutionary-tool-for-cutting-emissions-ten-years-on>

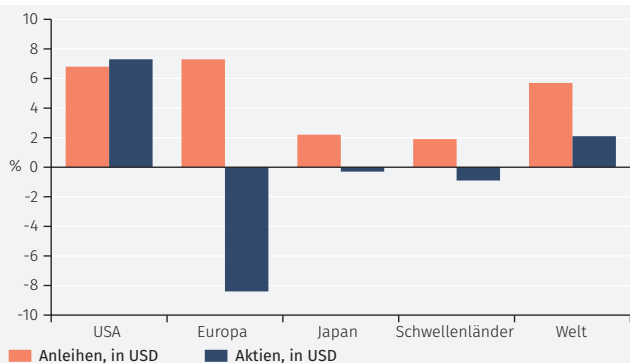
KAPITALMARKTPERFORMANCE

Im dritten Quartal 2020 legten die weltweiten Aktienmärkte nach kräftigen Gewinnen im zweiten Quartal weiter zu. Die globalen Anleihen und Aktien erzielten für den Zeitraum vom Jahresbeginn bis Ende September positive Renditen.

Kapitalmarktpformance

Die Renditen an den weltweiten Aktienmärkten stiegen auf Basis des MSCI World Index in US-Dollar in den ersten drei Quartalen 2020 um 2,1 % (siehe Abb. 7). Diese Gewinne waren das Ergebnis eines anhaltenden moderaten Aufschwungs im dritten Quartal des Jahres, nachdem im zweiten Quartal eine starke Erholung verzeichnet worden war. Die Renditen an den globalen Anleihemärkten fielen mit 5,7 % auf Basis des Bloomberg Barclays Global Aggregate Index⁴ höher aus. Die Renditen von US-Anleihen (gemessen am Bloomberg Barclays US Aggregate Index) beliefen sich auf 6,8 % und diejenigen von europäischen Anleihen waren mit 7,3 % etwas höher. Schwellenländeranleihen erholten sich von ihrer schwachen Performance im ersten Quartal und erzielten für den Zeitraum vom Jahresbeginn bis Ende des dritten Quartals eine positive Performance in US-Dollar.

7. Kapitalmarktpformance



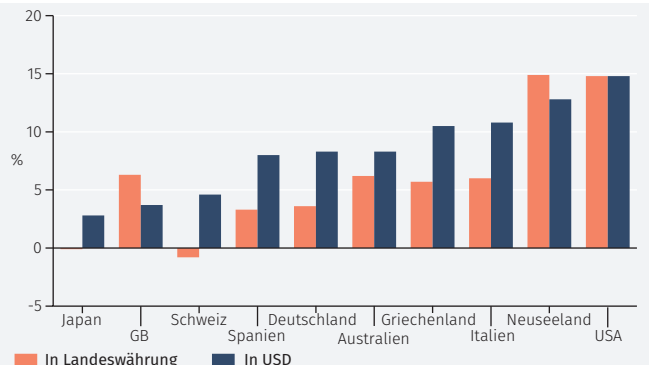
Sources: Barclays Bloomberg (Anleihen); MSCI (Aktien). Daten für die Gesamtrendite der neun Monate zum 30. September 2020. Die in der Vergangenheit verzeichnete Wertentwicklung bietet nicht unbedingt einen Anhaltspunkt für die künftige Wertentwicklung.

Anleihemärkte

Mit dem allgemeinen Rückgang der Renditen in sämtlichen Laufzeitsegmenten generierten längerfristige Anleihen in den ersten drei Quartalen des Jahres in der Regel höhere Gesamtrenditen. US-amerikanische 10-jährige Treasuries beispielsweise warfen in diesem Zeitraum sogar eine Gesamtrendite von 14,8 % ab (siehe Abb. 8). Auf Landeswährung lautende Renditen 10-jähriger Staatsanleihen aus der Eurozone reichten von 3,3 % in Spanien bis zu 6 % in Italien. Gemessen in US-Dollar fielen die Renditen aufgrund der Aufwertung des Euro höher aus und beliefen sich beispielsweise für Italien auf mehr als 10 %. Ein wichtiger Grund für die starke Performance der italienischen Anleihen war, dass die Europäische Zentralbank im Rahmen ihrer Anleihenankäufe mehr solcher Anleihen erworben hat als in der Vergangenheit.

Die Renditen 10-jähriger britischer Staatsanleihen fielen per Ende September auf gerade einmal 0,2 %. Die britische Regierung begab deutlich mehr neue Anleihen. Unter normalen Bedingungen wäre davon auszugehen, dass dadurch die Finanzierungskosten steigen. Dieser Effekt wurde durch die Anleihenankäufe der Bank of England jedoch praktisch neutralisiert.

8. Anleiherenditen

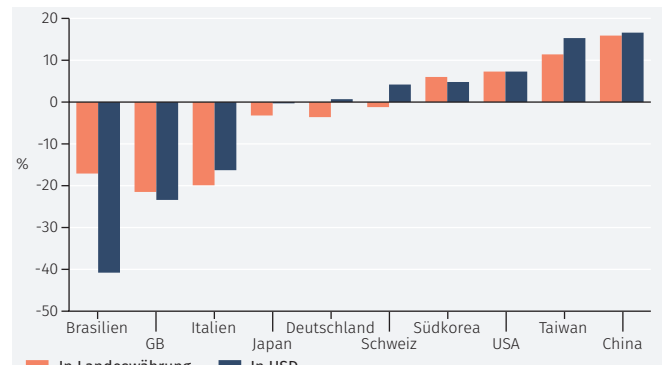


Quelle: Refinitiv. Vergleich der Gesamtrenditen von 10-jährigen Anleihen. Daten der neun Monate zum 30. September 2020. Die in der Vergangenheit verzeichnete Wertentwicklung bietet nicht unbedingt einen Anhaltspunkt für die künftige Wertentwicklung.

Aktienmärkte

Von den globalen Aktienmärkten erzielten die USA und drei asiatische Märkte (China, Südkorea und Taiwan) im bisherigen Jahresverlauf die stärkste Performance. In Asien spiegelte der Anstieg der Kurse die exportgetragene Erholung des Wirtschaftswachstums wider. In den USA war der Höhenflug des Aktienmarktes auf die starke Performance der Sektoren Technologie und zyklischer Konsum zurückzuführen. Andere große Sektoren – insbesondere Energie und Banken – schnitten schwach ab. Brasilien, eines der am härtesten von Covid-19 getroffenen Länder, musste sowohl Einbußen am Aktienmarkt als auch einen Wertverlust der eigenen Währung hinnehmen, sodass das Land mitunter die schlechteste Aktienmarktpformance verzeichnete. Der britische Aktienmarkt wurde von der als negativ empfundenen Reaktion auf Covid-19, der anhaltenden Unsicherheit hinsichtlich des Brexits und den schwachen Ergebnissen mehrerer großer Bankinstitute und Energieunternehmen belastet.

9. Aktienrenditen



Quelle: MSCI. Vergleich der Gesamtrenditen von 10-jährigen Anleihen. Daten der neun Monate zum 30. September 2020. Die in der Vergangenheit verzeichnete Wertentwicklung bietet nicht unbedingt einen Anhaltspunkt für die künftige Wertentwicklung.

⁴ 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

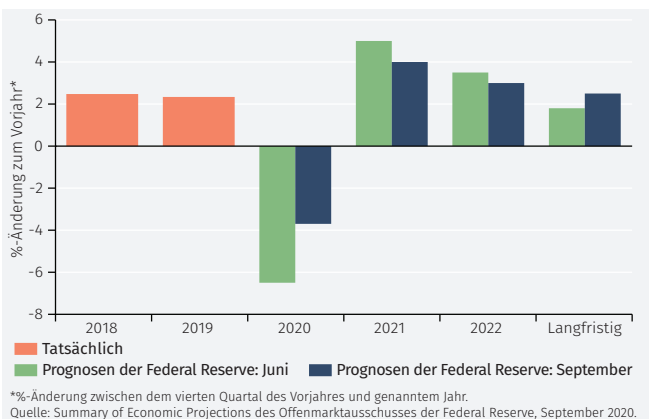
Der kurzfristige Fokus für die USA liegt auf der Präsidentschaftswahl am 3. November. Der Ausblick über die Wahl hinaus hängt in erster Linie von drei wirtschaftlichen Faktoren ab: dem Tempo der Wirtschaftserholung, ob es gelingen wird, der Inflation Auftrieb zu verleihen, und von den Aussichten für die Staatsverschuldung.

Novemberwahlen

Den Ausgang von US-Wahlen vorherzusagen, ist ein gefährliches Unterfangen. Im Jahr 2016 deuteten die Umfragen selbst am Tag der Präsidentschaftswahl – fälschlicherweise – darauf hin, dass Hilary Clinton gewinnt. Bei Modellen wie demjenigen von *The Economist*⁵, die einen deutlichen Sieg der Demokraten – mit Verteidigung der Mehrheit im Repräsentantenhaus, Übernahme der Mehrheit im Senat und Joe Biden als gewähltem Präsidenten – vorhersagen, ist daher Vorsicht angezeigt. Sollten die Demokraten an die Macht kommen, wären die wichtigsten Aspekte ihrer Politik die folgenden: höhere Unternehmenssteuern, eine weniger aggressive Handelspolitik mit China und ein Ausbau der Gesundheitsversorgung. Allerdings sind Veränderungen in all diesen drei Bereichen komplex und dürften weniger tiefgreifend ausfallen als die Wahlslogans vermuten lassen. Die Steuersenkungen von Präsident Trump 2018 beispielsweise wurden von beiden Parteien unterstützt, Joe Biden ist ein Kritiker der chinesischen Handelspolitik und Änderungen am Gesundheitssystem haben schon seit Jahrzehnten einen schweren Stand.

Die Chancen von Präsident Trump, wiedergewählt zu werden, würden sich verbessern, wenn sich die Wirtschaft rasch erholen würde. So unwahrscheinlich, wie es klingt, ist es nicht. Den jüngsten Prognosen der Federal Reserve zufolge sind die Aussichten für das Wachstum 2020 deutlich besser als noch vor einigen Monaten (siehe Abb. 10). In jeder Präsidentschaftswahl seit 1984 wurde der Amtsinhaber wiedergewählt, wenn in den drei Monaten vor der Wahl der US-Aktienmarkt haussierte. Bei einer Aktienmarktbaissse verlor er die Wahl. Folglich dürfte Präsident Trump hoffen, dass der S&P 500 Index am Wahltag höher notiert als am 3. August (3295 Punkte).

10. BIP-Wachstumsprognose der Federal Reserve für die USA

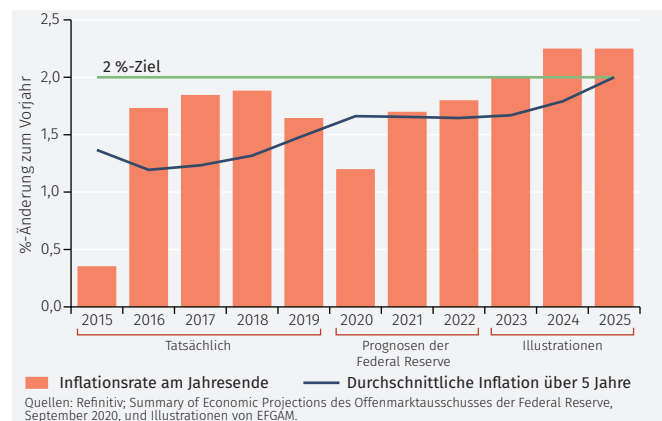


Durchschnittliche Inflation

Die Federal Reserve gab bekannt, sie werde nun eine durchschnittliche Inflation von 2 % über mehrere Jahre anstreben. Der genaue Zeitraum, der berücksichtigt wird, ist nicht klar. Sollten es aber beispielsweise fünf Jahre

sein,⁶ dann könnte dieser Zielwert erst in den späten 2020er Jahren erreicht werden (eine lediglich zur Illustration dienende Inflationsentwicklung ist in Abb. 11 zu finden). Dies lässt vermuten, dass die US-Leitzinsen noch einige Zeit niedrig und die Geldpolitik akkommodierend bleiben wird.

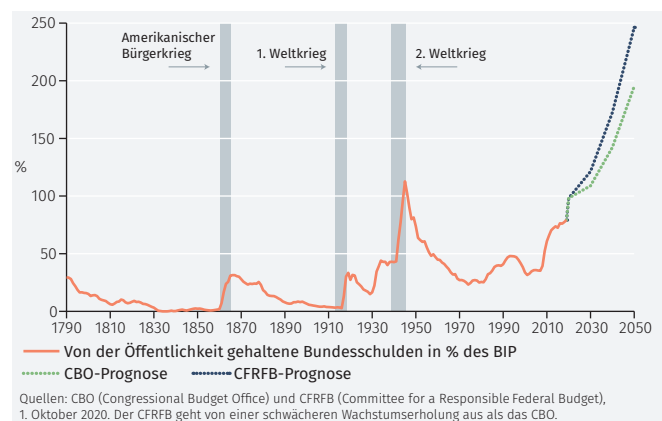
11. Weg zur durchschnittlichen Inflation von 2 %



Anleiherenditen und steigende Staatsverschuldung

Der andere zentrale Faktor steht in Zusammenhang mit den Aussichten für die Fiskalpolitik, die US-Staatsverschuldung und die Renditen von US-Treasuries. Die 10-jährigen Renditen, die Anfang 2020 bei nahezu 2 % gelegen hatten, beliefen sich am 1. Oktober auf 0,68 %. Da die US-Staatsschulden deutlich ansteigen dürften (siehe Abb. 12), ist deren Finanzierung ein Problem. Optimisten argumentieren damit, dass die USA weiterhin das „exorbitante Privileg“ genießen, zu attraktiven Bedingungen Kapital aufnehmen zu können. Wenn es der Federal Reserve jedoch gelingt, die Inflation auf 2 % zu erhöhen, und sich die realen Zinsen dank des Wirtschaftsaufschwungs erholen, könnten sich die derzeit lockeren Finanzierungsbedingungen als kurzlebig erweisen.

12. Prognosen für die US-Bundesschulden



⁵ <https://projects.economist.com/us-2020-forecast/president>

⁶ Die Federal Reserve hat klargestellt, dass es keine numerische Formel gibt. Siehe beispielsweise die Äußerungen von Charles Evans, Präsident der Federal Reserve Bank of Chicago, vom 22. September 2020 in einem virtuellen OMFIF-Seminar.

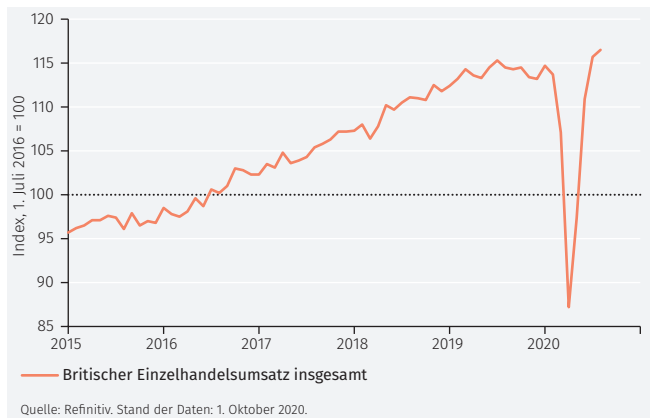
VEREINIGTES KÖNIGREICH

Die Erholung im Vereinigten Königreich war dynamisch. Die Kernfragen für das letzte Quartal des Jahres sind, ob diese Dynamik durch eine zweite Covid-19-Welle abgewürgt wird und wie es im Brexit-Verfahren weitergeht.

Erholung des Einzelhandels

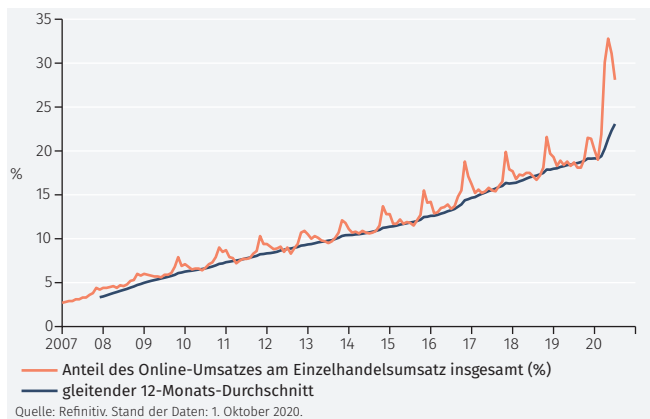
Ein Indikator, welcher die viel diskutierte V-förmige Wirtschaftserholung im Vereinigten Königreich zeigt, ist der Einzelhandelsumsatz (siehe Abb. 13). Der Gesamtumsatz im August lag deutlich über dem Niveau unmittelbar vor der Covid-19-Krise und 2 % über dem Vorjahreswert.

13. V-förmige Erholung des Einzelhandelsumsatzes



Dabei ist der Anteil des Online-Umsatzes auf mehr als ein Viertel des Gesamtumsatzes gestiegen (siehe Abb. 14). Bei Letzterem dürfte es sich um einen dauerhaften Trend handeln – mit deutlichen Auswirkungen auf den stationären Einzelhandel. Der starke Einzelhandelsumsatz zeigt, dass die Ausgaben, die für andere Bereiche wie Restaurantmahlzeiten oder Fernreisen (die nicht in diesen Indikator einfließen) vorgesehen waren, umgeleitet wurden. Die britischen Kurzstreckenflüge über Heathrow lagen im August bei weniger als einem Drittel des Niveaus von 2019, die Langstreckenflüge bei gerade 7 % aller Flüge des Vorjahres.⁷ Die Erholung in beiden Bereichen verläuft nur schleppend und es wird wohl mehrere Jahre dauern, bis das Vorkrisenniveau wieder erreicht ist – falls es überhaupt jemals wieder erreicht wird.

14. Einzelhandelsumsatz im Vereinigten Königreich verlagert sich zum Online-Handel

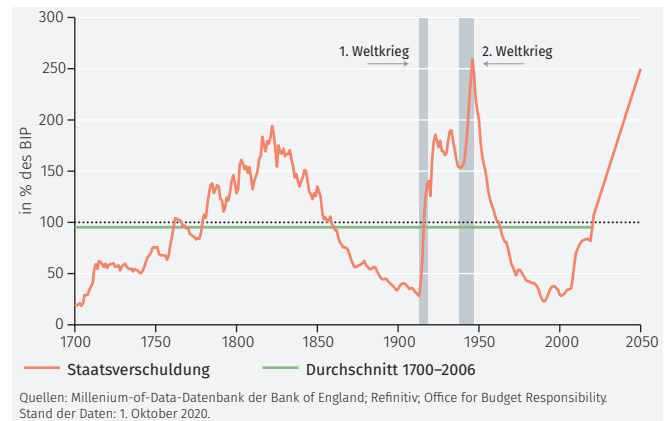


Diese verschiedenen Trends haben zu einer Verbesserung der britischen Handelsbilanz gegenüber dem Vorjahr geführt: Die Warenimporte gingen deutlich stärker zurück als die Warenexporte und die Dienstleistungsexporte (insbesondere Finanzdienstleistungen) nahmen zu, während die Dienstleistungsimporte sanken. Eine bessere Handelsbilanz stützt in der Regel das Pfund Sterling, welches gegenüber dem US-Dollar tatsächlich aufgewertet hat, und zwar von 1,14 US-Dollar je Pfund zum Zeitpunkt des britischen Lockdowns am 23. März auf 1,28 USD je Pfund am 1. Oktober.

Staatsverschuldung steigt auf über 2 Billionen Pfund

Die Maßnahmen zur Bekämpfung der Covid-19-Pandemie wirkten sich stark negativ auf den Staatshaushalt aus. Die Staatsverschuldung lag im Juli 2020 bei über 2 Billionen Pfund und war damit höher als das nominale BIP (siehe Abb. 15). Diese Verschuldung wird in den kommenden Monaten sicherlich noch weiter steigen und der längerfristige Trend ist sogar noch besorgniserregender. Gemäß den jüngsten Prognosen des Office for Budget Responsibility wird die Verschuldung bis 2050 auf das Zweieinhalbfache des BIP anwachsen – dies vor allem aufgrund der alternden Bevölkerung (welche höhere Sozial- und Gesundheitsausgaben mit sich bringt) und der geringeren Einwanderung (Einwanderung wirkt sich in der Regel positiv auf die Staatsfinanzen aus). In der Prognose wird davon ausgegangen, dass die Fiskalquote weitgehend unverändert bleibt, was unter solchen Bedingungen kaum realistisch scheint.

15. Britische Staatsverschuldung



Ausblick für die Zeit nach dem Brexit

In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass die britische Regierung und die EU durchaus flexibel genug sind, um in letzter Minute einen Kompromiss zu finden, was uns vermuten lässt, dass vor Jahresende ein Ergebnis in den Brexit-Verhandlungen vorliegen wird. Dies bedeutet jedoch nicht, dass es bis dahin eine volle Einigung geben wird. Wahrscheinlich ist, dass man sich auf die Grundzüge des Abkommens verständigt, die Einzelheiten aber erst in den kommenden Monaten und Jahren ausgehandelt werden. Kurzfristige Turbulenzen sind vermutlich unvermeidbar, doch im Vergleich zum Covid-19-Schock wird dies vielleicht nicht so schlimm sein, wie von vielen befürchtet.

⁷ Source: Gridpoint Consulting; 1 October 2020.

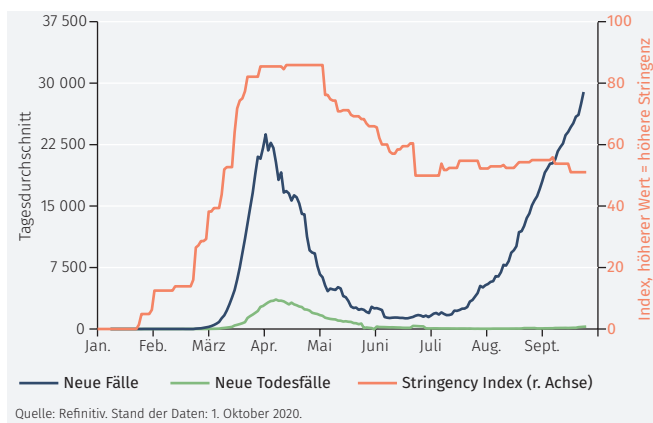
EUROZONE

Trotz der zweiten Covid-19-Welle ist zu Beginn des letzten Quartals des Jahres ein gewisser Optimismus in Bezug auf die Aussichten für die Wirtschaft der Eurozone zu spüren. An den Finanzmärkten blieben die Renditenaufschläge niedrig, was zuversichtlich stimmt.

Zweite Welle

Die zweite Covid-19-Welle begann in der Eurozone im September (siehe Abb. 16) und dürfte auch im vierten Quartal anhalten. In Deutschland, das die erste Welle sehr erfolgreich einzudämmen vermochte, mahnte Kanzlerin Merkel, die Zahl der täglichen Neuinfektionen könne bis zum Jahresende gegen 19 000 ansteigen. In Frankreich und Spanien wurde die größte Zunahme von Neuinfektionen verzeichnet. Italien war weniger stark betroffen. Die Erklärungen für die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern sind komplex. Im Falle von Italien zumindest scheint es so, als sei die hohe Akzeptanz der Gesundheitsmaßnahmen (vor allem die Maskenpflicht) der Grund dafür, weshalb die Lage verhältnismäßig gut unter Kontrolle ist.

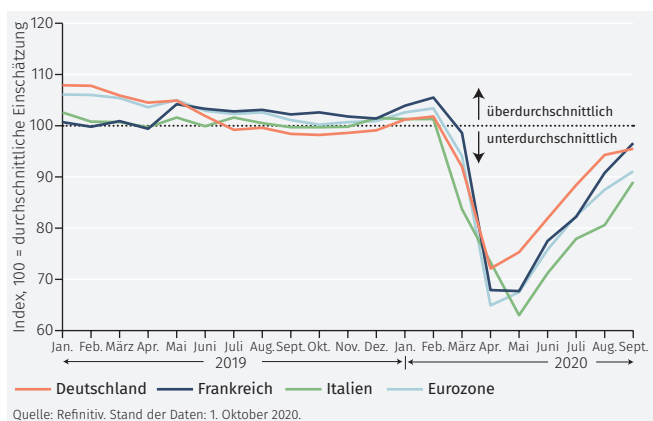
16. Covid-19 – Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien



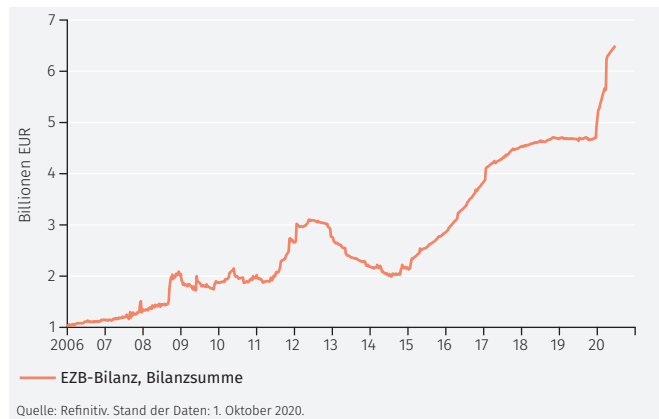
Sich besseres Geschäftsklima

Trotz dieser Bedenken gibt es ganz klare Anzeichen dafür, dass sich das Geschäftsklima verbessert hat. So ist beispielsweise der Indikator der wirtschaftlichen Einschätzung der Europäischen Kommission in den letzten Monaten deutlich gestiegen (siehe Abb. 17). Derselbe Trend ist auch bei den Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe zu beobachten, welche nun wieder auf dem Niveau von vor zwei Jahren liegen. Die Erholung

17. Erholung des Indikators der wirtschaftlichen Einschätzung



18. EZB-Bilanz

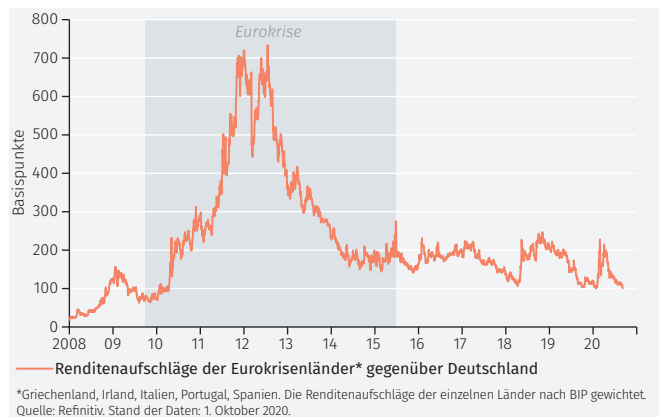


im Dienstleistungssektor ist weniger stark ausgeprägt und scheint sich in den letzten Monaten abgeschwächt zu haben (nachdem dieser Sektor nach den ersten Lockdown-Lockerungen zunächst Auftrieb erhalten hatte).

EZB-Maßnahmen gut aufgenommen

Die EZB-Maßnahmen in der Krise wurden generell gut aufgenommen. Die Zentralbank hielt an ihren negativen, aber abgestuften Leitzinsen fest und weitete ihre Bilanz beträchtlich aus (siehe Abb. 18). Die vielleicht wichtigste Veränderung bei ihren Geschäften bestand darin, dass sie die Obergrenze für Staatsanleihen, die im Rahmen ihres Ankaufprogramms erworben werden dürfen, aufgehoben hat. Dies trug maßgeblich dazu bei, dass eine Ausweitung der Renditenaufschläge verhindert wurde (siehe Abb. 19). Und trotz anfänglicher Skepsis einigten sich die EU-Staats- und -Regierungschefs auf einen 750 Milliarden Euro schweren europäischen Wiederaufbaufonds, der Zuschüsse und Kredite in der Eurozone gewähren wird. Obwohl die Mittel nur ziemlich langsam ausgezahlt werden dürften und der Fonds nicht die ausstehenden Schulden der Mitgliedstaaten übernehmen soll, konnte dadurch das Vertrauen in den Euro erfolgreich gestärkt werden.

19. Renditenaufschläge in der Eurozone



SCHWEIZ

Die Schweiz war eine Oase relativer Stabilität in einer turbulenten Welt. Doch muss sie sich ändern? Wäre ein Staatsfonds eine gute Idee?

Die Schweiz und Covid-19

Der Umgang mit Covid-19 war in der Schweiz in mancherlei Hinsicht besser als im restlichen Europa. Die Schweiz hatte etwas weniger Fälle pro 100 000 Einwohner als der Durchschnitt der Eurozone, jedoch nur die Hälfte der Todesfälle. Was die Wirtschaft betrifft, so dürfte in der Schweiz das BIP 2020 weniger stark zurückgehen als in den meisten industrialisierten Volkswirtschaften, insbesondere in der Eurozone.⁸ Mehrere Faktoren haben zu dieser Widerstandsfähigkeit beigetragen, u. a. die Spezialisierung auf den Export chemischer und pharmazeutischer Produkte, die von der alternden Bevölkerung in großen Teilen der restlichen Welt profitierten.

Schweizer Franken

Dieses Jahr war der Schweizer Franken gegenüber dem Euro relativ stabil, wertete aber gleichzeitig gegenüber dem US-Dollar auf. Unsere Modelle deuten darauf hin, dass der reale effektive Wechselkurs (d. h. der Wechselkurs gegenüber einem Korb von Währungen auf Basis der relativen Verbraucherpreisindizes) des Schweizer Frankens nur leicht überbewertet ist. Der Aktivismus der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zur Steuerung des Wechselkurses ist daher lobenswert.

Zentralbanken und SF

Es werden allerdings regelmäßig Bedenken geäußert, ob die Aktiva der SNB angemessen oder zu hoch sind. Wäre ein Staatsfonds (SF) nicht besser geeignet?

Eine jüngst veröffentlichte Zusammenstellung der Bilanzsummen von Zentralbanken und Staatsfonds weltweit zeigt, dass sich die Bilanzsumme der SNB Mitte 2019 auf 0,856 Billionen USD belief und nun bei über 1 Billion USD liegt. Nur zwei weitere Zentralbanken – diejenige von China und von Japan – weisen eine größere Bilanzsumme auf als die SNB.

In dieser Bilanzsumme spiegeln sich die Fremdwährungsreserven wider, welche die SNB im Rahmen ihrer Devisenmarktinterventionen zur Begrenzung der Aufwertung des Schweizer Frankens angehäuft hat. Diese Kapitalflüsse könnten sich rasch umdrehen, sodass die Reserven möglicherweise dahinschmelzen würden. Sollten die Abflüsse jedoch zu einer moderaten Abwertung des Frankens führen, käme das der SNB wohl durchaus gelegen; sollte der Franken stärker abwerten, wäre die SNB wahrscheinlich sehr froh, die Zinsen anheben zu können, zumal der Leitzins negativ ist (-0,75 %). Es scheint undenkbar, dass es die SNB jemals nötig haben wird, ihre ganzen Fremdwährungsreserven im Umfang von 1 Billion USD abzubauen, um den Schweizer Franken zu stützen.

In den letzten Jahren gab es mehrfach Vorschläge, die Aktiva der SNB auf einen SF zu übertragen. Die Art und Weise, wie dies geschehen soll, wurde von der SNB zu Recht infrage gestellt: Müsste sich die Regierung am Kapitalmarkt verschulden, um die Aktiva der SNB zu erwerben, oder würde die SNB den Kredit gewähren?⁹ Die Situation wird dadurch verkompliziert, dass die SNB zwar eine am Schweizer Aktienmarkt notierte

20. Die zehn größten Zentralbanken und Staatsfonds

LAND	FONDS	ART	VERMÖGEN BILLIONEN USD
 China	People's Bank of China (1)	ZB	3,389
 Japan	Bank of Japan (2)	ZB	1,369
 Norwegen	Norges Bank Investment Management (3)	SF	1,187
 China	China Investment Corporation	SF	0,941
 Schweiz	Schweizerische Nationalbank	ZB	0,856
 VAE	Abu Dhabi Investment Authority	SF	0,828
 Kuwait	Kuwait Investment Authority	SF	0,592
 Russland	Russische Zentralbank	ZB	0,554
 USA	US-Währungsbehörden (4)	ZB	0,515
 Saudi-Arabien	Saudi Arabian Monetary Authority	ZB	0,500

ZB: Zentralbank; SF: Staatsfonds

(1) Enthält die Reserven der staatlichen Devisenverwaltung Chinas (State Administration of Foreign Exchange)

(2) Enthält die Aktiva des japanischen Finanzministeriums

(3) Verwaltet den Government Pension Fund Global

(4) Enthält die Aktiva der Federal Reserve und des US-Finanzministeriums

Quelle: Global-Public-Investor-Datenbank des Official Monetary Financial Institutions Forum (OMFIF), September 2020. Daten beziehen sich auf Aktiva am 1. Januar 2020.

Aktiengesellschaft ist, jedoch als Mischform zwischen privater und öffentlicher Einrichtung eine komplexe Rechtsstruktur aufweist.

Darüber hinaus haben SF unterschiedliche Zwecke. Einige konzentrieren sich auf die Entwicklung der lokalen Wirtschaft, z. B. über Infrastrukturinvestitionen. Das könnte für die Schweiz eine Option sein, vielleicht mit einem Schwerpunkt auf Umweltinvestitionen. Allerdings könnten die Schweizer Pensionsfonds (von denen 45 zu den größten öffentlichen Investoren der Welt zählen)¹⁰, die bereits über umfangreiche Mittel verfügen, solchen Bedürfnissen gerecht werden.

Andere SF dienen dazu, für künftige Generationen vorzusorgen, weil ein Rohstoff endlich ist: Das ist der Grundgedanke beim norwegischen Staatsfonds und bei vielen dieser Fonds in der Golfregion. Solche Erwägungen könnten für die Schweiz relevant sein.

Viele SF zielen auf strategische Investitionen auf dem ganzen Erdball ab, um hohe Renditen zu erwirtschaften. Es gibt einige Beispiele dafür, dass dies gut funktioniert. Doch wurde auch die schwache Anlageperformance einiger Fonds kritisiert. Zudem sind die strategischen Entscheidungen, mit denen sich jeder Vermögensverwalter konfrontiert sieht – die Wahl zwischen aktivem und passivem Management, zwischen den Anlagekategorien (Anleihen, Aktien und alternative Anlagen) und wie Nachhaltigkeitserwägungen Rechnung zu tragen ist –, komplex. SF werden in der Regel von Angestellten des öffentlichen Sektors verwaltet. Daher stellt sich die Frage, inwiefern sie mit solchen Problemen umgehen und die Unabhängigkeit ihrer Entscheidungen sicherstellen können.

⁸ Siehe 'Swiss economic resilience and export specialisation', *Infocus* der EFG, Oktober 2020.

⁹ Siehe Thomas Jordan's 29 April 2016 speech: https://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20160429_tjn/source/ref_20160429_tjn.en.pdf

¹⁰ Global-Public-Investor-Datenbank des Official Monetary Financial Institutions Forum (OMFIF), September 2020.

ASIEN

Das asiatische Exportwachstum hat sich rasch erholt. Exporte sind nach wie vor wichtig für das Wachstum der Region, doch der Schwerpunkt hat sich zunehmend auf binnenwirtschaftlich orientierte Quellen verlagert, insbesondere Infrastrukturausgaben.

Erholung der Exporte

Die asiatischen Exporte haben sich erholt. Gemessen in US-Dollar waren sie im September 2020 um 5 % höher als vor einem Jahr (Abb. 21). Dies lässt sich dadurch erklären, dass Asien einen Großteil der medizinischen Geräte herstellt, die in der Covid-19-Krise gefragt waren; und diese Geräte mussten Fernarbeit erleichtern. Aus heutiger Sicht wird China 2020 wohl ein BIP-Wachstum von rund 2 % verzeichnen. Dazu dürften die starken Exporte beitragen, in erster Linie rührt dies jedoch daher, dass das Land Covid-19 rasch in den Griff bekommen hat.

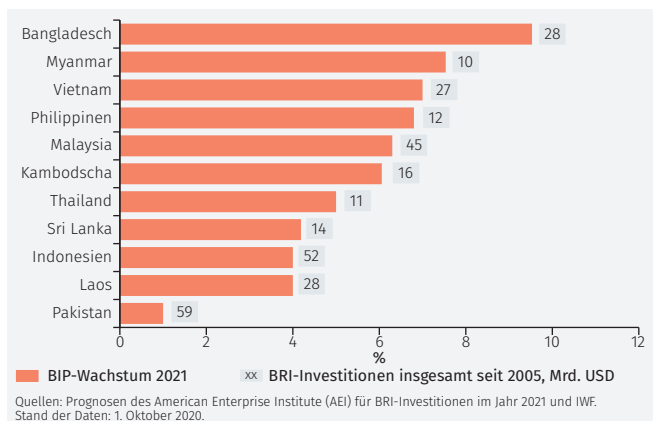
21. Asiatische Exporte ziehen an



Zahlen für höhere Investitionen

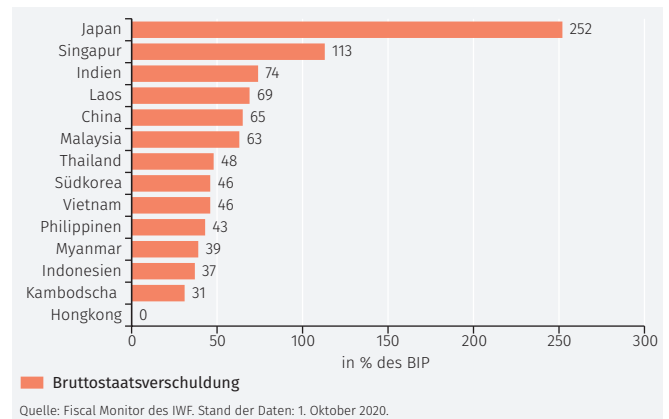
Die chinesische Belt and Road Initiative (BRI) ist ein zunehmend wichtiger Wachstumsmotor in Asien. Im Jahr 2021 dürften einige der größten Empfänger der chinesischen BRI-Investitionen rekordhohe Wachstumsraten verzeichnen: 7 % oder mehr reales BIP-Wachstum beispielsweise auf den Philippinen sowie in Vietnam, Myanmar und Bangladesch (siehe Abb. 22). Dennoch sind solche Investitionen keine Garantie für Erfolg. Pakistan hat seit 2005 BRI-Investitionsgelder in Höhe von 59 Milliarden US-Dollar

22. Asiatisches BIP-Wachstum und BRI-Investitionen



erhalten – in erster Linie für den Bau des chinesisch-pakistanischen Wirtschaftskorridors. Doch die Wirtschaft Pakistans steckt aufgrund der hohen Inflation und Arbeitslosigkeit sowie des Zusammenbruchs der Nachfrage nach pakistanischen Exportgütern (insbesondere Textilien) weiterhin in Schwierigkeiten. Angesichts der hohen Staatsverschuldung (siehe Abb. 23) verfügt das Land zudem nur über beschränkten fiskalpolitischen Handlungsspielraum. Dieser ist in anderen Volkswirtschaften der Region größer.

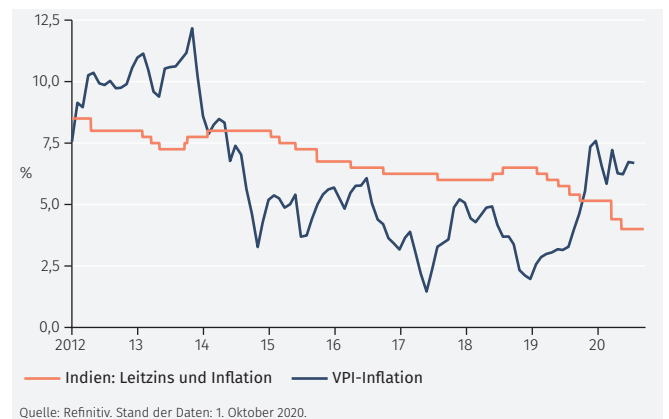
23. Höhe der Staatsverschuldung in Asien



Indien – das nächste China?

Unabhängig von den derzeitigen Schwierigkeiten in der Region stellt sich die zentrale Frage, ob andere Länder – allen voran Indien – das „neue China“ werden können. Für Indien spricht die junge und wachsende Bevölkerung. Doch mit dem System der demokratischen Kontrollen und Gegengewichte des Landes wird es wohl nicht möglich sein, „ein allein auf Wachstum ausgerichtetes Modell nach dem Vorbild Chinas zu verwirklichen“, wie es in einem

24. Leitzins und Inflation in Indien



¹¹ *The Great Demographic Reversal*, Charles Goodhart und Manoj Pradhan, Palgrave Macmillan, 2020.

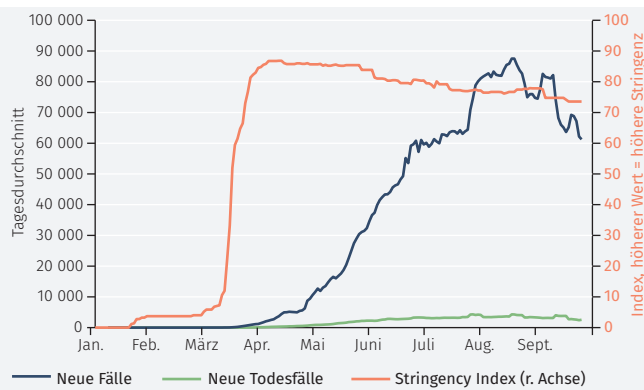
LATEINAMERIKA

Innerhalb von Lateinamerika geht die Zahl der Covid-19-Fälle allmählich zurück. Die Reaktionen und Erfolgsraten waren jedoch sehr unterschiedlich. Wie können die Volkswirtschaften der Region künftig wiederaufgebaut werden?

Covid-19-Fälle und Reaktionen

Lateinamerika wurde von Covid-19 schwer getroffen. Die Anzahl Fälle pro Million Einwohner liegt in Brasilien, Chile, Panama und Peru über 22 500 (dem Wert der USA). Die Anzahl Neuankömmlinge geht allmählich zurück (siehe Abb. 25), doch bleiben in den meisten Ländern strikte Einschränkungen in Kraft. Es gibt einige nennenswerte Ausnahmen: Uruguay, welches weniger strikte Maßnahmen eingeführt hat als andere Länder in der Region, weist eine geringere Inzidenz des Virus auf und hat bisher nur 48 Todesfälle gemeldet.

25. Covid-19 – Lateinamerika



Quelle: Refinitiv. Stand der Daten: 1. Oktober 2020.

Auf die Region als Ganzes hatte Covid-19 jedoch erhebliche Auswirkungen. Gemäß den jüngsten IWF-Prognosen wird das BIP 2020 um nahezu 10 % schrumpfen.

Wiederaufbau der Volkswirtschaften nach Covid-19

Der Wiederaufbau der Volkswirtschaften dürfte beträchtliche Ressourcen erfordern – sowohl, um die dringendsten Bedürfnisse zu decken, als auch um eine widerstandsfähigere Wirtschaft für die Zukunft aufzubauen. Unseres Erachtens sind drei Finanzierungsquellen von Bedeutung. Erstens die Gelder vom IWF, der verschiedene Programme hat. Seine neuen flexiblen Kreditlinien kamen bereits zum Einsatz. Auf diese Weise wurden Notkredite bereitgestellt. Diese Kreditlinien sind jedoch nur Ländern vorbehalten, welche der IWF als „platinum-quality countries“ bezeichnet. In diese Kategorie fallen vier Länder: Chile, Kolumbien, Mexiko und Peru. Konventionellere IWF-Programme (wie dasjenige für Argentinien) blicken auf eine bewegte Geschichte in der Region zurück und dürften wohl kaum mit Begeisterung genutzt werden.

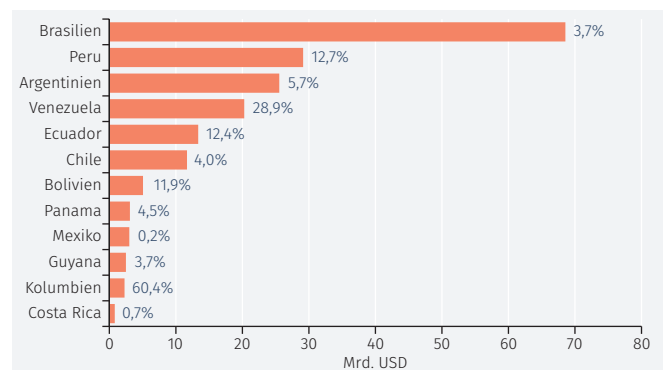
Zweitens könnte die Interamerikanische Entwicklungsbank unter ihrem neuen Chef, dem Exilkubaner Mauricio J. Claver-Carone, durchaus eine wichtigere Rolle spielen. Als erster Präsident dieser Institution von

außerhalb der Region soll er engere Beziehungen zu den USA knüpfen. Dies stimmt mit unserer langfristigen Einschätzung überein, dass die Welt tripolar wird. Lateinamerika ist gut aufgestellt, um in der nordamerikanischen Lieferkette stärker Fuß zu fassen, und könnte in dieser Hinsicht ebenso erfolgreich sein wie Mexiko.

Wer größeres Interesse an der gesamtamerikanischen Entwicklung hat, sollte das Engagement Chinas in der Region, die dritte Quelle von Investitionsgeldern, genau beobachten.

Von den Ländern der Region hat Brasilien von China die meisten Investitionsgelder – nahezu 70 Milliarden USD – erhalten (siehe Abb. 26). Die Gelder flossen vor allem in den Landwirtschaftssektor. Andere Länder, die chinesische Gelder erhalten, wie beispielsweise Argentinien und Venezuela, dürften von stärker kapitalistisch orientierten Investoren weniger bevorzugt werden. Vorschläge, die argentinische Vermögenssteuer auch auf im Ausland lebende Staatsbürger auszudehnen, werden wohl kaum das Interesse westlicher Investoren wecken, die Anlagegelegenheiten suchen.

26. Chinesische Investitionen in Lateinamerika



Quelle: AEI American Enterprise Institute. Stand der Daten: 1. Oktober 2020.

Lockerung der Geldpolitik

Zuversichtlich stimmt, dass es Spielraum für eine weitere Lockerung der Geldpolitik gibt, insbesondere in Volkswirtschaften wie Brasilien, wo die Inflation drastisch zurückgegangen ist. Dennoch könnten sowohl in Brasilien als auch in Mexiko die Auswirkungen der Währungsschwäche kurzfristig zu einer höheren Inflation führen. Die zwei Länder, in denen die Leitzinsen bereits niedrig sind – Peru und Chile –, könnten bei Bedarf zur quantitativen Lockerung greifen.

Lateinamerika wird dem jüngsten Sturm zweifelsohne trotzen, erfreulichere Aussichten dürften sich aber erst 2021 abzeichnen.

SONDERSCHWERPUNKT – COVID-19 UND UNIVERSITÄTEN

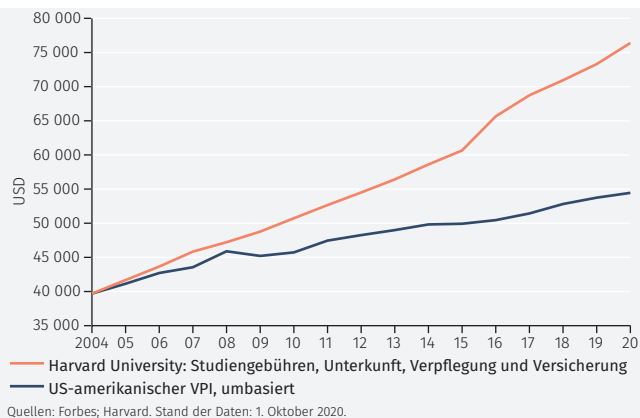
Mit Covid-19 wurde auf dem ganzen Erdball die Art und Weise infrage gestellt, wie Bildung vermittelt wird. Im Hochschulbereich dürfte sich der Zugang zu den besten Ressourcen verbessern. Schlechtere Universitäten werden unter Druck stehen.

Covid-19 birgt das Potenzial, einen tiefgreifenden Wandel bei der Vermittlung von Bildung in Gang zu setzen. Da sich viele Studenten auf der ganzen Welt in Studentenheimen in Selbstisolation begeben haben und die Vorlesungen online durchgeführt werden, könnte ein tiefgreifender Wandel der Art und Weise, wie Hochschulbildung vermittelt wird, bevorstehen. Wir greifen einige der Fragen auf.

Die Kosten

Eine gute Hochschulausbildung ist teuer. Im akademischen Jahr 2020/2021 belaufen sich die Kosten für ein Studium an der Harvard University auf 75 000 USD pro Jahr (Studiengebühren, Unterkunft, Verpflegung und Versicherung). Die Kosten sind seit 2004 deutlich stärker gestiegen als der US-amerikanische Verbraucherpreisindex (siehe Abb. 27). Die Ereignisse, welche der restlichen Welt zu schaffen machten, hatten auf den Kostenanstieg praktisch keine Auswirkungen. In der globalen Finanzkrise (von 2007 bis 2010) beispielsweise stiegen die jährlichen Kosten für ein Studium an der Harvard University um 10 %.

27. Kosten eines Studienjahres in Harvard



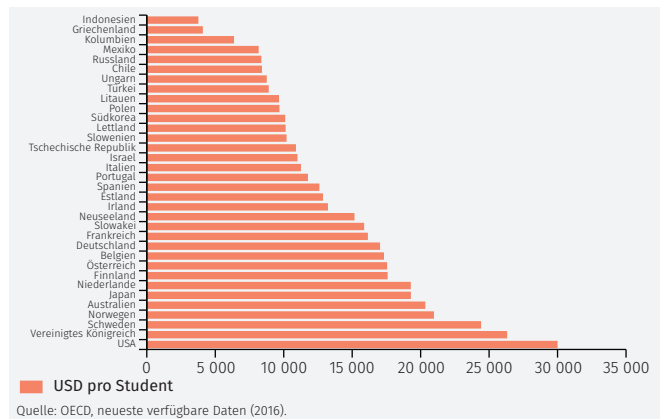
Harvard ist natürlich teuer, doch zeigen die OECD-Daten zum US-Hochschulbereich, dass sich die durchschnittlichen Kosten auf 30 000 USD pro Jahr belaufen (siehe Abb. 28). Das Vereinigte Königreich ist den USA dicht auf den Fersen, doch sind die Kosten in vielen Entwicklungsländern viel niedriger.

Fernunterricht und MOOCs

Es stellt sich die wichtige Frage, ob der Zugang zum Unterricht der besten Universitäten erleichtert werden kann. An vielen Universitäten werden seit einiger Zeit Fernunterricht und seit Kurzem auch sogenannte Mass Open Online Courses (MOOCs), also Online-Kurse, die jedermann verfolgen kann, angeboten. Sie sind recht beliebt, doch viele sind skeptisch, ob sie den traditionellen Unterricht ersetzen können.

Die Argumente, dass sie die persönliche, physische Erfahrung, an einer Universität zu studieren, nicht vollkommen ersetzen können, sind folgende: Viele Vorteile einer solchen Erfahrung gehen weit über die offiziellen Vorlesungen und den offiziellen Unterricht hinaus, die Tutorien und kleinen Seminare lassen sich wohl kaum außerhalb der physischen Universitätserfahrung nachbilden und die informellen Treffen sowie das

28. Ausgaben für Hochschulausbildung



Netzwerk, welches durch den regelmäßigen Besuch einer Universität entsteht, lassen sich ohne physischen Kontakt nur schwer kopieren.

Diesen Erwägungen ist die Tatsache entgegenzuhalten, dass sich die Qualität des Unterrichts zwischen den einzelnen Universitäten unterscheidet. Die Vorlesung eines Nobelpreisträgers für Wirtschaftswissenschaften an der einen Universität dürfte diejenige eines Doktoranden an einer anderen in den Schatten stellen. Und dasselbe gilt auch für Online-Unterricht: Ein schlecht produziertes Video, auf dem man nur einen sprechenden Kopf sieht, dürfte nicht dieselbe Wirkung erzielen wie eine gut produzierte interaktive Präsentation.

Der Stärkere gewinnt

In diesem Sinne könnte sich bei der Universitätsausbildung durchaus das Motto „der Stärkere gewinnt“ durchsetzen: Die besten Universitäten dürften blühen und gedeihen, die schlechteren hingegen werden wohl nicht überleben. Da die besten Universitäten mit dem Material, das sie produzieren, einen breiteren Markt erreichen, können sie unter Umständen ein höheres Einkommen erzielen, was es ihnen wiederum leichter macht, in ein noch besseres Produkt zu investieren. Ein „Circulus virtuosus“ könnte in Gang kommen. Am anderen Ende des Spektrums könnte es für schlechtere Universitäten schwieriger werden, gebührenzahlende Studenten anzulocken. Dies trifft insbesondere auf die zahlreichen Länder zu, in denen es praktisch keine Preisunterschiede zwischen den Universitäten gibt, wie beispielsweise im Vereinigten Königreich, wo die meisten Universitäten die höchste zulässige Studiengebühr von 9250 GBP pro Jahr verrechnen.

Eine Verlagerung hin zu einer stärkeren Nutzung der Online-Ressourcen bringt ganz eigene Herausforderungen mit sich. Die Covid-19-Pandemie hat gezeigt, wie wichtig es ist, dass man über einen Breitbandzugang, eine Wifi-Verbindung und über die entsprechende Ausstattung verfügt, um Fernarbeit und Fernunterricht nutzen zu können. Dies könnte insbesondere in den Schwellenländern ein Problem darstellen, in denen eine solche Infrastruktur möglicherweise fehlt.

Covid-19 hat im Bereich der Hochschulausbildung, aber auch ganz allgemein gezeigt, dass der Zugang zu neuer Technologie für das reibungslose Funktionieren in der neuen Welt zentral ist.

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 Aussagen 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 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.

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, Luxembourg 2013, Luxembourg, Telefonnummer +352 264541, wenden.

Monaco: Die EFG Bank (Monaco) SAM ist eine monegasische 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 monegasischen 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 Durchführungsbestimmungen 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 Erwerbszweck ausgerichtete Aktivitäten, darunter Kontaktaufnahme, Marktforschung und Beratung.

Portugal: Die portugiesische Niederlassung der EFG Bank (Luxembourg) S.A. ist bei der portugiesischen Wertpapiermarktcommission 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; Vermögensverwaltungsdienstleistungen 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.