

# INSIGHT

VIERTELJÄHRLICHE MARKTANALYSE

3Q 2023

SCHWERPUNKTE DIESER AUSGABE:



GLOBALE STRATEGISCHE VERMÖGENSAUFTEILUNG



GLOBALE WERTPAPIERAUSWAHL



REGIONALE VERMÖGENSAUFTEILUNG



REGIONALE PORTFOLIOZUSAMMENSETZUNG



Auf der Suche nach einem neuen Gleichgewicht

## ÜBERBLICK

Suche nach neuem Gleichgewicht

## EUROZONE

Wichtige Jahrestage

## ASIEN

Parallelen zwischen Japan und China

## SONDERSCHWERPUNKT

Chancen von KI

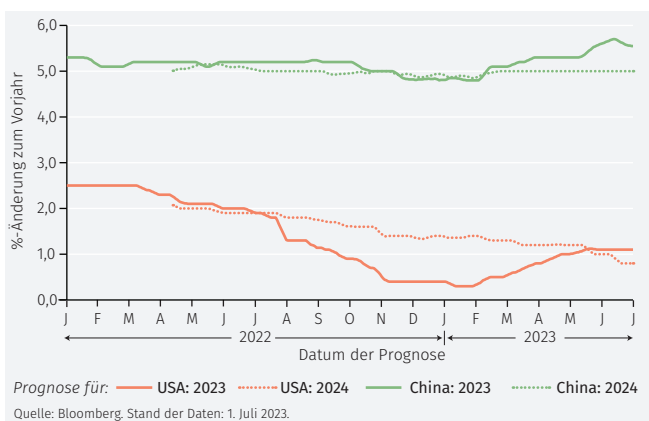
# ÜBERBLICK

Die Suche nach einem neuen Gleichgewicht wird unserer Erachtens ein zentrales Thema für den Rest des Jahres 2023 sein. In den Volkswirtschaften betrifft diese Suche das Wachstum und die Inflation. An den Finanzmärkten geht es darum, nachhaltige Anleiherenditen zu finden.

## Wachstum: Suche nach Stabilität

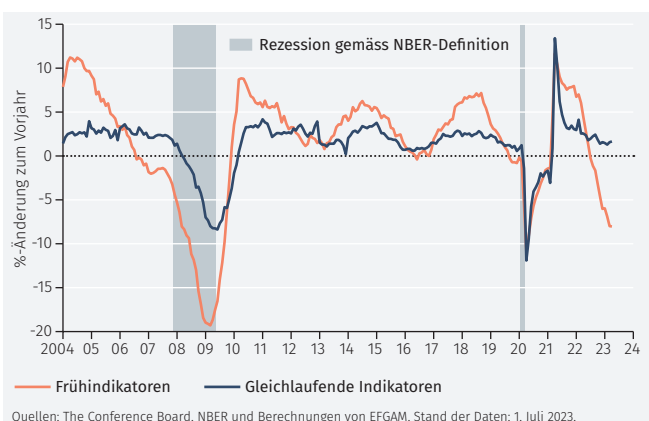
Vor Covid war das globale Wachstum relativ stabil. Nach den Schwankungen der Covid-Ära sieht es rückblickend zumindest so aus. In den fünf Jahren von 2015 bis 2019 betrug das weltweite Wachstum rund 4 % pro Jahr. China war (mit einem Wachstum von rund 6–6,5 % pro Jahr) der Spitzenreiter der Schwellenländer; die USA (mit einem Wachstum von rund 2–2,5 % pro Jahr) führten das Feld der Industriestaaten an. Sowohl in den Schwellenländern als auch in den Industriestaaten sprachen jedoch die demografische Entwicklung und der Produktivitätstrend für eine stetige Verlangsamung des Wachstums in der Zukunft. Falls dies eine angemessene Einschätzung der langfristigen Situation ist, deuten die Konsensprognosen für dieses und nächstes Jahr (siehe Abb. 1) darauf hin, dass wir diesem Gleichgewicht nahe kommen könnten.

### 1. USA und China: Konsensprognose für BIP-Wachstum



Aber es gibt Gründe, daran zu zweifeln. In den USA zeigen die gleichlaufenden Indikatoren immer noch eine starke Wirtschaft an, die Frühindikatoren (siehe Abb. 2) deuten jedoch auf eine Schwäche hin. Insbesondere die invertierte Zinskurve weist darauf hin, dass es im Laufe dieses Jahres durchaus zu einer Rezession kommen könnte. In allen Industrieländern hält sich die Kerninflation hartnäckig und die verzögerten Auswirkungen höherer Zinsen müssen sich erst noch voll entfalten.

### 2. USA: gleichlaufende Indikatoren und Frühindikatoren



Zweifel am chinesischen Wachstum kommen auf, weil die kurzfristigen Indikatoren – Detailhandelsumsätze, Industrieproduktion und Wohnungsbau – schwächer sind als zu Beginn des Jahres erhofft. Die Jugendarbeitslosenquote ist auf 20 % gestiegen – eine Entwicklung, die an die Krisen in den Peripherieländern der Eurozone vor zehn Jahren erinnert. Wir rechnen in China mit weiteren geld- und fiskalpolitischen Impulsen. Doch wenn es eine Lehre gibt, die aus der globalen Finanzkrise für China zu ziehen ist, dann diejenige, dass Zinssenkungen und eine Lockerung der monetären Rahmenbedingungen weniger effektiv sind, wenn das Bankensystem nicht richtig funktioniert und der private Sektor hoch verschuldet ist. Dies scheint leider das Bild zu sein, das die chinesische Wirtschaft derzeit abgibt. Hinzu kommen die ungünstige demografische Entwicklung, die schlechten Beziehungen zu den USA und Fragen zum politischen Kurs (insbesondere nach der raschen Abkehr von der Null-Covid-Politik). Manche halten diese Kombination für so ungünstig, dass China «nicht investierbar» ist. Umgekehrt ist China aber ganz klar immer noch eine stark wachsende Wirtschaft, die in vielen Sektoren eine hohe Wettbewerbsfähigkeit aufweist und deren Aktienmarkt nicht zu hoch bewertet ist. Dieses Spannungsverhältnis zwischen den Hauptproblemen wird sich wahrscheinlich weder in diesem noch im nächsten Jahr auflösen.

## USA–China; Industriestaaten–Schwellenländer

Die Führungsposition der USA unter den Industriestaaten und diejenige Chinas unter den Entwicklungsländern sind ebenfalls infrage gestellt. Japans Wirtschafts- und Unternehmensrenaissance setzt sich fort; Europas Stärken (in den Bereichen Technologie und Innovation) werden wahrscheinlich unterschätzt und die Peripherieländer der Eurozone sind eine Quelle der Dynamik. An der Dominanz der USA lässt sich zweifeln.

Unter den Schwellenländern hat Indien China als bevölkerungsreichste Volkswirtschaft der Welt überholt. Es hat ein günstigeres demografisches Profil, d. h. mehr jüngere Menschen, und bietet eindeutig eine Alternative zu China als Produktionsstandort, wobei es auf seiner Stärke im Bereich der Unternehmensdienstleistungen aufbaut. Die Golfstaaten verfügen über die finanziellen Mittel für einen umfassenden Ausbau der grünen Infrastruktur. Die Volkswirtschaften Afrikas und Lateinamerikas sind in der Lage, die Rohstoffe für diese Wende zu liefern, und einige sind selbst wirtschaftlich starke Länder: zum Beispiel Chile, das im Bereich der sauberen Energie führend ist. Das Potenzial für eine mehrere Jahrzehnte anhaltende Umgestaltung der globalen Wirtschaft ist enorm.

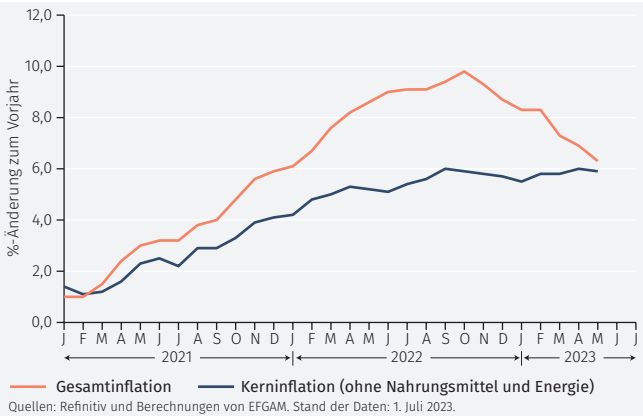
In den Industrie- und Schwellenländern liegt das Augenmerk in nächster Zeit jedoch weiterhin auf der Inflation und der Politik.

## Hartnäckige Kerninflation

In den USA wie auch in anderen Industrieländern ist die Gesamtinflation zurückgegangen, die Kerninflation bleibt jedoch hartnäckig (siehe Abb. 3). Die Zentralbanken haben als eine der wichtigsten Ursachen für die höhere Kerninflation das kräftige Lohnwachstum ausgemacht, was sie veranlasst hat, Lohnzurückhaltung anzumahnen. Dies jedoch bedeutet, dass die Botschaften der Zentralbanken zur Inflationsbekämpfung politischer und weniger technokratisch werden.

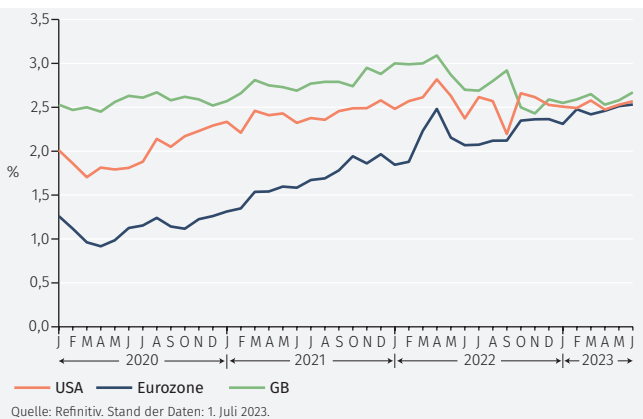
# ÜBERBLICK

## 3. Industrieländer: rückläufige Gesamtinflation, hartnäckige Kerninflation



Die gute Nachricht ist, dass sich die längerfristigen Inflationserwartungen (siehe Abb. 4) stabilisiert haben, was darauf hindeutet, dass ein gewisses neues Gleichgewicht gefunden wurde. Und in den USA scheinen sich die Leitzinsen ihrem Höhepunkt zu nähern. Dort und – bis zu einem gewissen Grad auch anderswo – hat sich die Meinung durchgesetzt, dass man zuwarten sollte, um zuerst die verzögerten Auswirkungen früherer Straffungen zu bewerten. In diesem Zusammenhang sollte man China nicht vergessen. Das Land hat kein Inflationsproblem – die Gesamt- und Kerninflationen liegen nahe bei null. Viele Jahre lang hat es Deflation in die restliche Welt exportiert. Der «China-Preis» war das globale Phänomen, das die weltweite Inflation dämpfte. Dies könnte durchaus wieder der Fall sein.

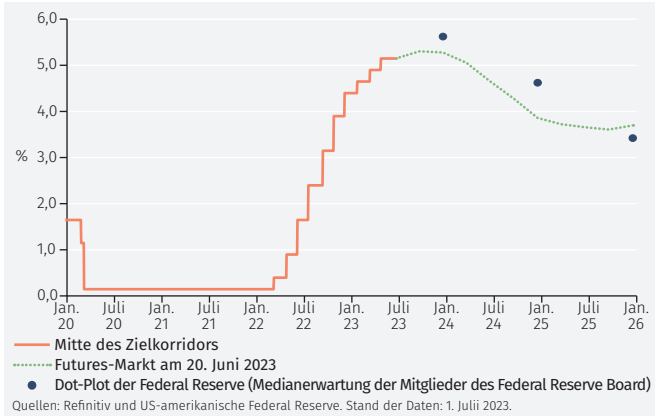
## 4. Erwartete Inflationsraten (5-Jahres-Durchschnitt, in 5 Jahren)



## Spiele mit Leitzinsen

Das Zusammenspiel von Markterwartungen und tatsächlichen Leitzinsänderungen wird auch im weiteren Verlauf des Jahres eine zentrale Rolle spielen. Wenn beispielsweise eine Rezession in den USA immer wahrscheinlicher wird, die Federal Reserve aber an Zinserhöhungen festhält (der «Dot Plot» in Abb. 5), könnte es zu Marktverwerfungen kommen.

## 5. Referenzzinssatz der Federal Reserve: tatsächlicher und erwarteter Pfad

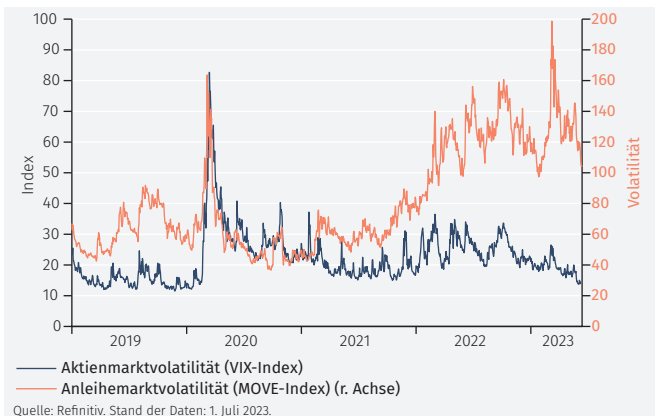


## Aktien ruhig, Anleihen nervöser

Nach den Turbulenzen, die durch die Probleme im Bankensektor zu Beginn des Jahres ausgelöst wurden, ist indes eine gewisse Ruhe an den Märkten eingekehrt. Der Aktienmarkt zeichnete sich durch niedrigere Volatilität aus (siehe Abb. 6); das «Angstbarometer» des Marktes – der VIX-Index für die implizite Volatilität – sank auf den Tiefstand von vor der Pandemie. Eine ähnliche Messgröße für den Anleihemarkt ist immer noch erhöht, tendierte zuletzt jedoch abwärts.

Diese Trends könnten natürlich die Ruhe vor dem nächsten Sturm sein. Wir sind jedoch zurückhaltend optimistisch, dass sich in den Volkswirtschaften und an Märkten für den Rest des Jahres und bis ins Jahr 2024 eine neue Form von Ausgewogenheit und Gleichgewicht einstellen kann.

## 6. Rückläufige Volatilität



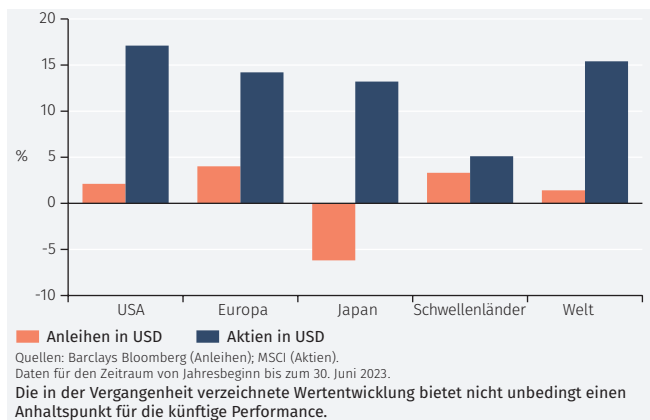
# KAPITALMARKTPERFORMANCE

Im ersten Halbjahr 2023 verzeichneten die Aktienmärkte solide Gewinne. Inflations- und Zinssorgen belasteten die Anleihen, die Performance war aber dennoch überwiegend positiv. Der US-Dollar gab gegenüber den europäischen Währungen nach, wertete aber gegenüber dem Yen auf.

## Kapitalmarktpformance

Die Wertentwicklung an den globalen Anleihe- und Aktienmärkten fiel im ersten Halbjahr 2023 positiv aus. In US-Dollar lag die Performance der Anleihen bei 1,4 % und diejenige der Aktien bei 15,4 % (siehe Abb. 7).<sup>1</sup> Die steigende Inflation und die tatsächlichen und erwarteten Leitzinserhöhungen trieben die Anleiherenditen in die Höhe, was in der Folge zu einem Rückgang der Anleihekurse führte. Der US-Dollar gab gemessen an seinem Wechselkursindex um rund 2 % nach, was in erster Linie auf seine Schwäche gegenüber den wichtigsten europäischen Währungen zurückzuführen war, legte aber gegenüber dem Yen zu.

### 7. Kapitalmarktpformance



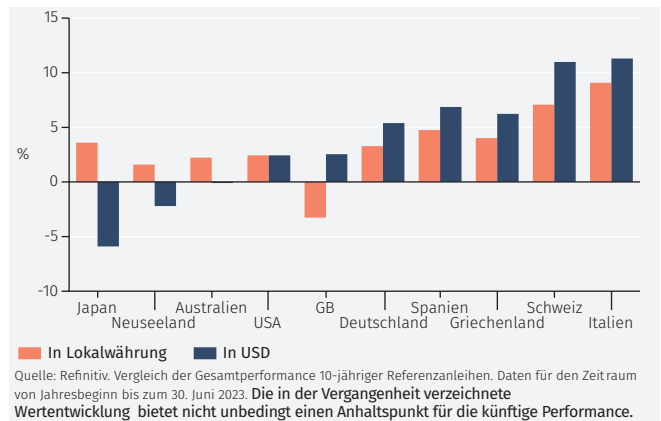
## Anleihemärkte

Im ersten Quartal des Jahres war die Volatilität an den Anleihemärkten hoch, doch im zweiten Quartal beruhigte sich die Lage etwas. Die Performance 10-jähriger Staatsanleihen (siehe Abb. 8) fiel an allen Märkten mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs, wo erneute Inflationsbedenken den Markt belasteten, in Lokalwährung positiv aus.

Die Stärke der wichtigsten europäischen Währungen (einschliesslich des Pfund Sterling) gegenüber dem US-Dollar hatte zur Folge, dass die Wertentwicklung in US-Dollar positiv war, wobei Italien, Griechenland und die Schweiz besonders gut abschnitten. Die Rendite der 10-jährigen US-Referenzanleihe erreichte Anfang März einen Höchststand von über 4 %, fiel aber bis zum Ende des ersten Halbjahres auf 3,8 % zurück. Die Renditen 10-jähriger Anleihen zogen an allen Märkten mit Ausnahme der Schweiz, wo ein leichter Rückgang verzeichnet wurde, an.

Der Yen zeichnete sich im ersten Halbjahr durch seine erneute Schwäche aus. Er gab gegenüber dem US-Dollar um 9 % nach.

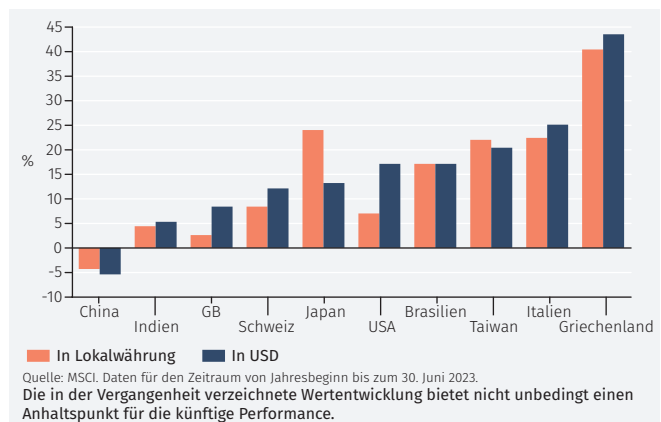
## 8. Anleihemarktpformance



## Aktienmärkte

Die im Berichtszeitraum am US-Aktienmarkt erzielte Gesamtperformance von 17,1 % (siehe Abb. 9) war im Wesentlichen der erneuten Stärke der Large-Cap-Aktien, insbesondere der Technologiewerte, zu verdanken, nachdem sie im Jahr 2022 schwach abgeschnitten hatten. Die Stärke der Technologiewerte war auch der Grund für die starken Gewinne des taiwanischen Marktes. Obwohl die Performance in Lokalwährung in Japan mit 24 % sehr hoch war, fiel sie aufgrund der Yen-Schwäche in US-Dollar tiefer aus. Die Performance von 7 % in Lokalwährung in Brasilien ergab aufgrund der Aufwertung des brasilianischen Reals eine Wertentwicklung von 17 % in US-Dollar (siehe Seite 10). Die Sorgen über die relativ schwache Erholung der chinesischen Wirtschaft belasteten diesen Markt. Zwei europäische Länder – Griechenland und Italien – schnitten stark ab. Zehn Jahre nach der Eurokrise findet eine Neubewertung dieser Volkswirtschaften statt (siehe Seite 7).

## 9. Aktienmarktpformance



<sup>1</sup> Die Performance der globalen Anleihen wird anhand des Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index gemessen, welcher Staats- und Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating von Emittenten aus 24 verschiedenen Industrie- und Schwellenländern abbildet. Die Performance der globalen Aktien wird anhand des MSCI World Index gemessen, welcher Large- und Mid-Cap-Aktien aus 23 Industrieländern abbildet.

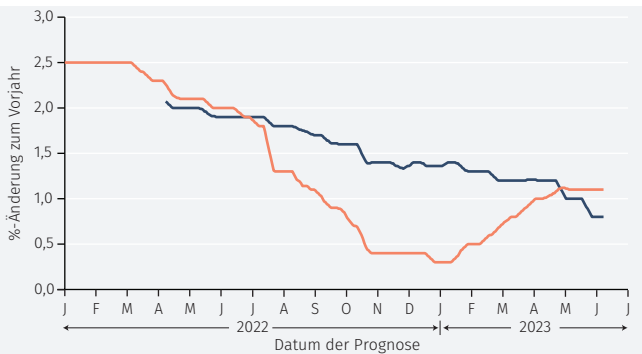
# USA

Die Aussichten für das US-Wirtschaftswachstum sind gemäss den Konsenserwartungen stabil. Doch ist immer wieder die Rede von einer drohenden Rezession. Wie sich diese Situation entwickelt, wird im zweiten Halbjahr genau zu beobachten sein.

## Stabilität oder Rezession? Vielleicht beides.

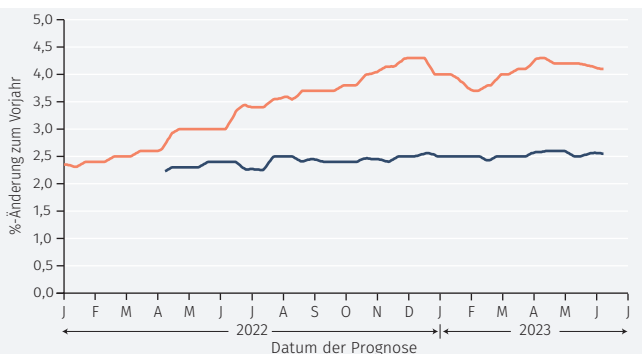
Die Konsensprognosen für das US-Wirtschaftswachstum im Jahr 2023 haben sich seit Beginn des Jahres verbessert (von 0,3 % auf 1,1 %). Für 2024 wird mit einem leicht schwächeren Wachstum gerechnet (siehe Abb. 10). Das mag zwar mit einer Rezession (zwei Quartale mit negativem Wachstum) in Widerspruch stehen, doch ist beides denkbar. Wenn das BIP im letzten Quartal 2023 und im ersten Quartal 2024 gegenüber dem Vorquartal nur leicht zurückgeht, könnte das Wachstum in beiden Jahren (gemessen am Jahresdurchschnitt) immer noch positiv ausfallen. Falls dies – wie allgemein erwartet (siehe Abb. 11) – mit einer Rückkehr zu einer moderaten Inflation einhergeht, dann sind die Aussichten günstig.

10. USA: Konsensprognose für BIP-Wachstum



Wachstumsprognose für: — 2023 — 2024  
Quelle: Bloomberg. Stand der Daten: 1. Juli 2023.

11. USA: Konsensprognose für Inflation



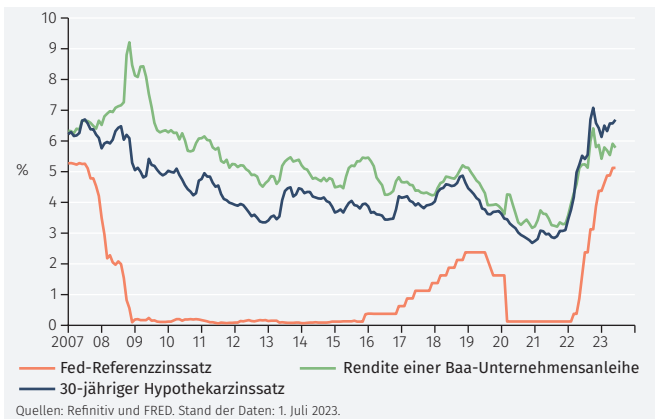
Inflationsprognose für: — 2023 — 2024  
Quelle: Bloomberg. Stand der Daten: 1. Juli 2023.

## Transmission von der invertierten Zinskurve

Die invertierte US-Zinskurve deutet darauf hin, dass eine Rezession zum Jahresende wahrscheinlich ist. Zur Inversion der Zinskurve (der Zinssatz für 3-monatige US-Schatzwechsel stieg über die Rendite 10-jähriger Anleihen) kam es im Dezember 2022. Da es von der Inversion bis zur Rezession im Durchschnitt rund ein Jahr dauert und seit 1960 jeder Rezession eine Inversion vorausging, ist das Risiko offenkundig.

Einen grossen Vorbehalt diesbezüglich gibt es jedoch: den Immobilienmarkt. Obwohl Immobilieninvestitionen nur einen kleinen Teil des gesamten BIP ausmachen, war ein Rückgang dieser Ausgaben die unmittelbare Ursache für alle bisherigen Rezessionen. Ein Argument lautet sogar, dass der Konjunkturzyklus der Immobilienzyklus ist.<sup>2</sup> Der starke Anstieg der 30-jährigen Hypothekarzinsen (siehe Abb. 12) wirkt sich eindeutig auf die Bezahlbarkeit höherer Hypotheken aus. Dieser Effekt kommt in der Regel jedoch nur langsam zum Tragen.

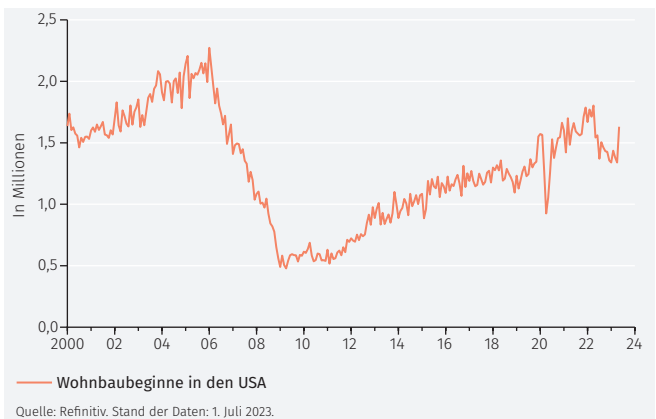
12. USA: Fed-Referenzzinssatz, Hypothekarzinsatz und Rendite von Unternehmensanleihen



Quellen: Refinitiv und FRED. Stand der Daten: 1. Juli 2023.

Es könnte sein, dass sich als Reaktion auf die höheren Hypothekarzinsen einfach nur die Transaktionen verlangsamen und nicht die Preise fallen. Gleichzeitig gibt es in den USA seit einiger Zeit einen Mangel an neuen Wohnungen. Diese Situation wurde noch dadurch verschärft, dass sich die Struktur der Wohnungsnachfrage aufgrund geänderter Arbeitspraktiken gewandelt hat. Die Wohnungsbautätigkeit hat sich jüngst kräftig erholt (siehe Abb. 13). Auch wenn der Konjunkturzyklus in der Vergangenheit der Immobilienzyklus gewesen sein mag, so besteht kein Zweifel daran, dass die beiden Zyklen diesmal unterschiedlich sind.

13. USA: Wohnbaubeginne



Quelle: Refinitiv. Stand der Daten: 1. Juli 2023.

<sup>2</sup> Edward E. Leamer, «Housing is the business cycle», NBER Working Paper 13428. <http://www.nber.org/papers/w13428>

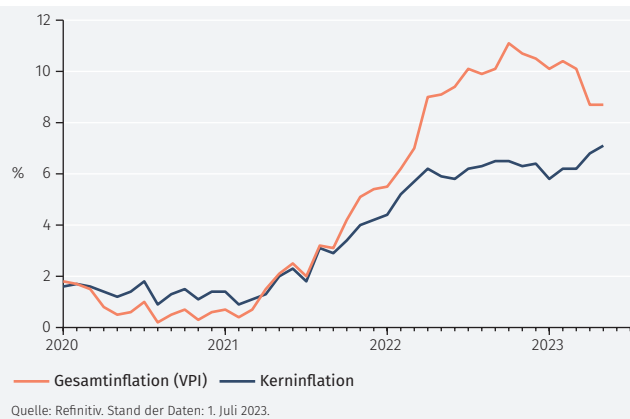
# VEREINIGTES KÖNIGREICH

Die Bank of England ist bestrebt, die Inflation wieder auf das Zielniveau zu bringen, doch die Fortschritte sind langsamer als erhofft. Wir bezweifeln, dass der neue Ansatz des moralischen Zuredens wirksam sein wird.

## Zurück zum Zielniveau

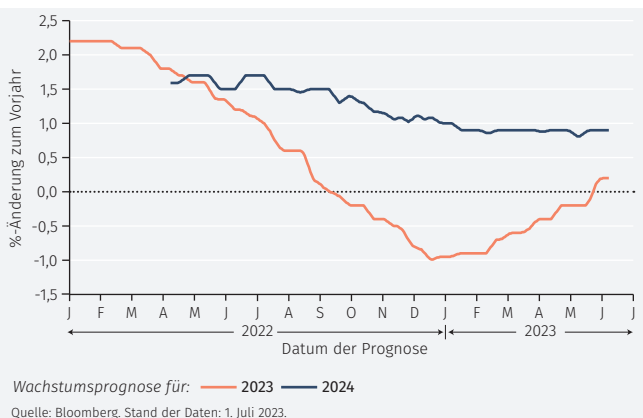
«Wir werden die Inflation wieder auf ihr Zielniveau zurückführen. Um dies zu erreichen, dürfen die Löhne nicht im derzeitigen Tempo weitersteigen und wir dürfen nicht zulassen, dass die Unternehmen versuchen, ihre Gewinnmargen wiederherzustellen.»

### 14. Britische Inflation: immer noch hartnäckig



Dies sagte der Gouverneur der Bank of England, Andrew Bailey, nach dem Beschluss, den Leitzins der Bank am 22. Juni auf 5 % anzuheben, kurz nachdem enttäuschende Inflationsdaten veröffentlicht worden waren (siehe Abb. 14). Es ist keineswegs sicher, dass diese Art des moralischen Zuredens funktionieren wird. Es erinnert an die gescheiterte Preis- und Lohnpolitik, die das Vereinigte Königreich (und andere) in den 1970er-Jahren probierten.<sup>3</sup> Bislang haben die höheren Zinsen die Wirtschaftsaussichten nicht merklich gedämpft (siehe Abb. 15). Wird der Grundsatz «wenn es nicht weh tut, funktioniert es nicht» angewendet, ist unter Umständen eine stärkere Straffung erforderlich.

### 15. Vereinigtes Königreich: Konsensprognose für BIP-Wachstum



## Es muss weh tun, damit es funktioniert

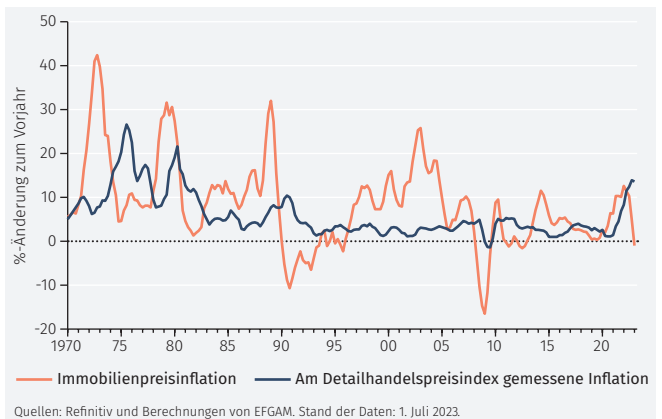
Zu diesem Schluss kommt auch die Bank of England in ihrer Arbeit von 1999.<sup>4</sup> Darin wurde festgestellt, dass die Inflation nicht besonders empfindlich auf

Zinsänderungen reagiert: Durch eine Erhöhung des Leitzinses um 100 Basispunkte, die ein Jahr lang aufrechterhalten wird, sinkt die Inflationsrate nach drei Jahren um 0,3 %. Dies bedeutet, dass mit den bisherigen Zinserhöhungen die Inflation bis 2025 nur um etwa 1,5 % zurückgehen würde.

## Inflation und Immobilienmarkt

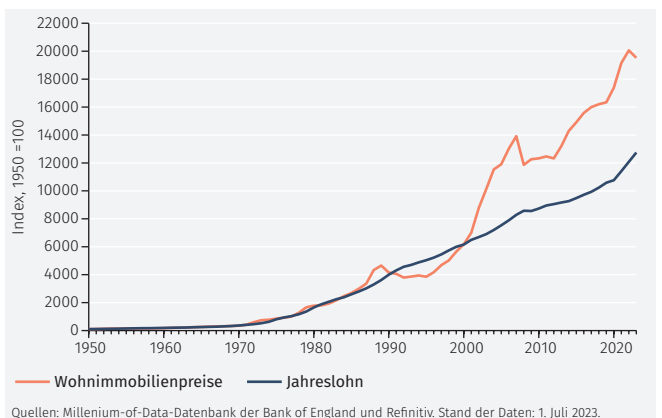
Eine höhere Immobilienpreis-inflation war in der Vergangenheit ein Frühindikator für die allgemeine Inflation (siehe Abb. 16), eine Beziehung, die sich in den letzten Jahren wieder bestätigt zu haben scheint. Der Grund dafür scheint zu sein, dass sich lockerere Kreditbedingungen leicht auf die Immobilienpreise übertragen.

### 16. Vereinigtes Königreich: Wohnimmobilienpreise und Inflation



Es ist daher nicht verwunderlich, dass sich die verschärften Bedingungen nun in sinkenden Immobilienpreisen niederschlagen. Längerfristig jedoch steigen die Immobilienpreise mit dem Durchschnittseinkommen (siehe Abb. 17). Dies ist ein Aspekt der für Inflation anfälligen britischen Wirtschaft, die viele Gewinner (Babyboomer mit Wohneigentum), aber eine frustrierte jüngere Generation hervorgebracht hat.

### 17. Vereinigtes Königreich: Wohnimmobilienpreise und Durchschnittslohn



<sup>3</sup> Eine Zusammenfassung der Argumente für derartige Kontrollen und deren Geschichte findet sich unter *We need to talk about inflation*, Stephen King (Yale, 2023), Kapitel 5.

<sup>4</sup> *The transmission mechanism of monetary policy*, Bank of England, <https://tinyurl.com/5eny8mst>

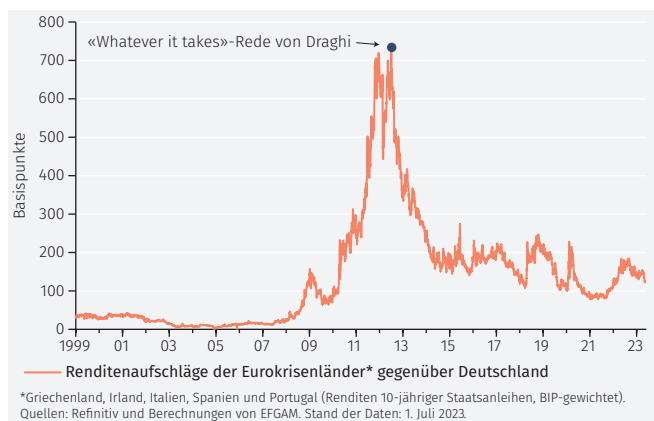
# EUROZONE

Zehn Jahre nach dem Höhepunkt der Krise in der Eurozone sind mehrere Mitgliedstaaten in einer wesentlich stärkeren Position. Die Fortschritte Italiens sind jedoch enttäuschend.

## Jahrestage

Am 25. Jahrestag der Gründung der EZB gilt das Risiko eines Auseinanderbrechens des Euro als nahezu null und viele der Krisenländer stehen gut da. Eine starke Ausweitung der Aufschläge zwischen den Staatsanleiherenditen von fünf Ländern und Deutschland (siehe Abb. 18) war die entscheidende Messgröße für die Eurokrise. Im Jahr 2012 dachten viele, der Euro würde auseinanderbrechen,<sup>5</sup> und trotz Mario Draghis Versprechen, den Euro zu retten, dauerte die Krise noch mehrere Jahre an.

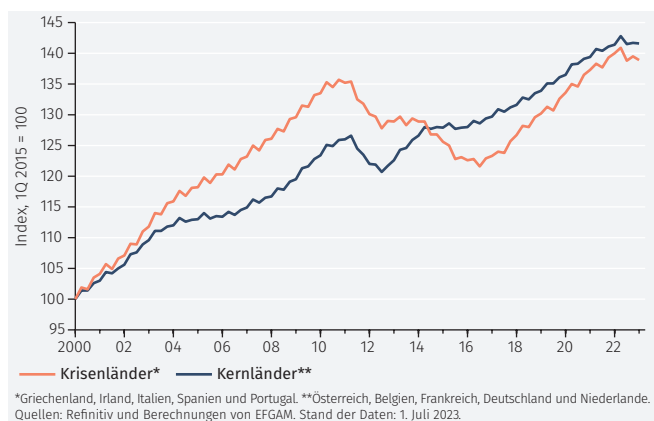
### 18. Renditeaufschläge der Eurokrisenländer gegenüber Deutschland



## Fiskalpolitische und strukturelle Reformen

Wann immer in einer Volkswirtschaft harte Reformen erforderlich sind, kommt es unweigerlich zu Produktionseinbußen. Auf die Krisenländer, die in den ersten Jahren der Euro-Einführung ein viel stärkeres Wachstum als die Kernländer verzeichneten, traf dies sicherlich zu (siehe Abb. 19). Die meisten haben diese Einbußen wieder wettgemacht, Griechenland und Italien bemerkenswerterweise jedoch nicht. Irland, dessen BIP-Messungen zugegebenermaßen verzerrt sind,<sup>6</sup> liegt in völligem Gegensatz dazu deutlich über seinem Vorkrisenhöhepunkt.

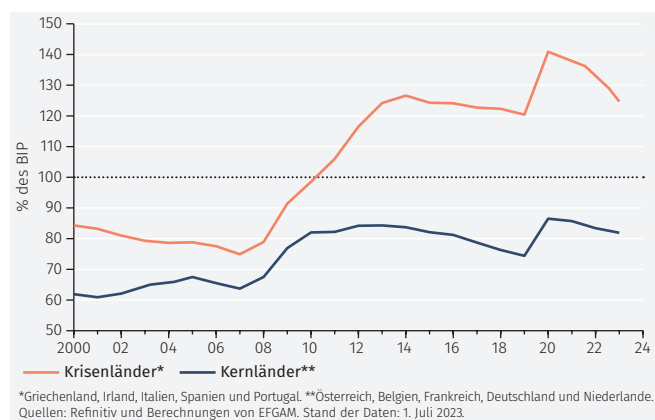
### 19. BIP der Eurozone: Krisen- und Kernländer



## Verschuldung und Defizite

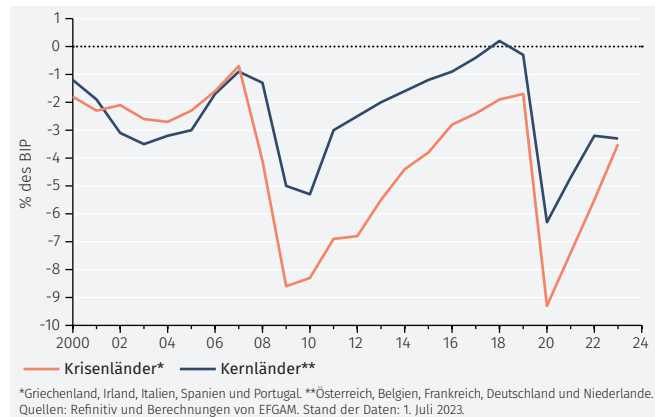
Als Gruppe weisen die Krisenländer eine höhere Staatsverschuldung auf als die Kernländer (siehe Abb. 20). Das liegt aber ausschliesslich an der hohen Verschuldung Italiens: Mit 145 % des BIP liegt diese über dem Niveau von vor zehn Jahren. Alle anderen Krisenländer haben einen niedrigeren Schuldenstand als in den Jahren 2012/2013. Mit 40 % des BIP sollte Irland eher als Kernmitglied der Eurozone eingestuft werden und der Schuldenabbau Griechenlands schreitet schneller voran als im (endgültigen) Hilfsprogramm von 2018 vorgesehen. Die Staatsdefizite (siehe Abb. 21) sind in den Krisenländern nun nicht höher als in den Kernländern.

### 20. Staatsverschuldung der Eurozone: Krisen- und Kernländer



Auch bei den Strukturreformen hat Italien weit weniger Fortschritte gemacht als andere Krisenländer. Aus diesem Grund halten wir die Renditedifferenz zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen (150 Basispunkte), die grösser ist als der entsprechende Renditeabstand griechischer Staatsanleihen (120 Basispunkte), für gerechtfertigt.

### 21. Staatlicher Finanzierungssaldo: Krisen- und Kernländer



<sup>5</sup> Eine Umfrage von Sentix im Juli 2012 ergab, dass 73 % der Finanzmarktteilnehmer mit einem Auseinanderbrechen des Euro in den kommenden 12 Monaten rechneten. Siehe [www.sentix.de](http://www.sentix.de)

<sup>6</sup> Eine Beschreibung der Schwierigkeiten bei der Verwendung der BIP-Messgröße für Irland findet sich unter <https://tinyurl.com/mhdn7mjf>

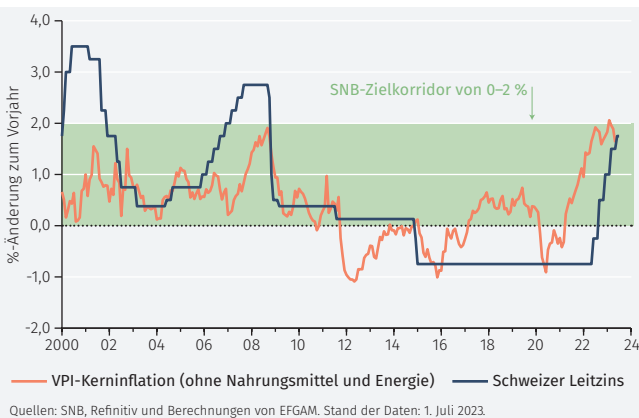
# SCHWEIZ

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat ihren Leitzins auf 1,75 % erhöht und eine weitere Anhebung scheint angesichts der anhaltenden Besorgnis über die zugrunde liegende Inflationsentwicklung wahrscheinlich.

## Die SNB signalisiert, dass weitere Zinserhöhungen möglich sind.

Am 22. Juni erhöhte die SNB ihren Leitzins um 0,25 % auf 1,75 % – der Zinsschritt fiel diesmal kleiner aus als bei früheren Sitzungen (siehe Abb. 22). Die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel und Energie) liegt auf der Grundlage unserer Messung knapp unter 2 %.<sup>7</sup>

### 22. Schweiz: Kerninflation und Leitzinsen



Der geringere Umfang der Zinsanpassung scheint der Tatsache Rechnung zu tragen, dass der Höchststand der Zinsen bald erreicht sein könnte. Eine weitere Zinserhöhung um 0,25 % im September ist jedoch möglich. Die SNB erklärte erneut, dass weitere Zinserhöhungen nicht auszuschliessen sind. Zudem ist die Zentralbank weiterhin «bereit», zur Stärkung des Schweizer Frankens und zur Beschränkung der importierten Inflation Fremdwährungen zu verkaufen.

Der restriktive geldpolitische Kurs der SNB spiegelt die Tatsache wider, dass die neue bedingte Inflationsprognose für 2024 und darüber hinaus trotz der niedrigeren erwarteten Inflation im Jahr 2023 höher ist als im März. Der Endpunkt der Inflationsprognose liegt weiterhin bei 2,1 % und damit nur geringfügig über dem Zielkorridor von 0–2 %.

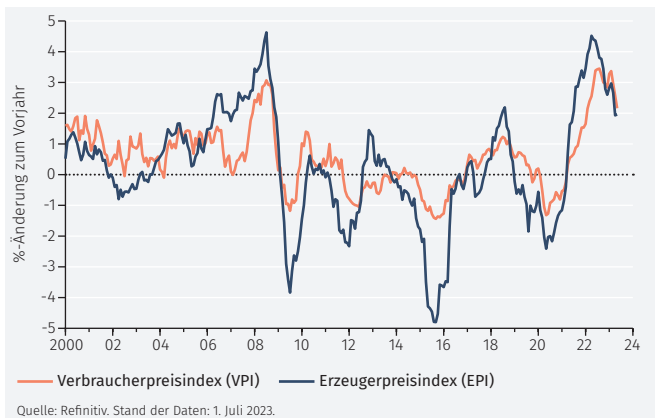
Interessanterweise führte die SNB als Gründe für die Aufwärtskorrektur der Inflation «Zweitundeneffekte, höhere Strompreise und Mieten» sowie den persistenteren Inflationsdruck aus dem Ausland an. Der für Januar 2024 angekündigte Anstieg der Strompreise ist jedoch nicht auf eine erhöhte Nachfrage zurückzuführen und wird letztlich das BIP-Wachstum belasten.

## Teufelskreis

Ausserdem werden die Mieten, die etwa einen Fünftel des Schweizer VPI-Warenkorbs ausmachen, aufgrund von deren Koppelung an den hypothekarischen Referenzzinssatz steigen, der nach der geldpolitischen Straffung der SNB angehoben wurde. Die Koppelung der Mieten an den Referenzzinssatz könnte einen Teufelskreis in Gang setzen: Die SNB hebt die Zinsen an, um die Inflation einzudämmen, doch die Inflation bleibt hoch, weil

die Mieten steigen. Um dieses Risiko zu begrenzen, könnte die SNB auch die Entwicklung der Preise ohne Mieten überwachen. Dies ist der Ansatz der Sveriges Riksbank (in Schweden sind die Mieten ebenfalls an die Zinsen gekoppelt). Zuversichtlicher stimmt, dass die Erzeugerpreis-inflation bereits auf einen nachlassenden Inflationsdruck hindeutet (siehe Abb. 23).

### 23. Schweiz: Inflation



## Wachstumsrisiken?

Es stellt sich die berechtigte Frage, ob unter diesen Umständen höhere Zinsen geeignet sind, um die Inflation einzudämmen, und ob höhere Zinsen nicht eine zu grosse Belastung für das Wirtschaftswachstum darstellen, das im Jahr 2023 relativ bescheiden ausfallen dürfte (siehe Abb. 24).

### 24. Schweiz: Konsensprognose für BIP-Wachstum



Die Schweizer Behörden haben eindeutig Probleme, die höhere Inflation in den Griff zu bekommen. Verglichen mit den Problemen in anderen Industriestaaten sind diese Probleme jedoch nicht besonders schwerwiegend.

<sup>7</sup> Unsere Messgrösse für die Kerninflation schliesst alle Lebensmittel- und Energiepreise aus und ist so konzipiert, dass sie mit den in anderen Industrieländern verwendeten Messgrössen vergleichbar ist. Die nationale Schweizer Messgrösse schliesst nur frische Lebensmittel von der Berechnung aus.

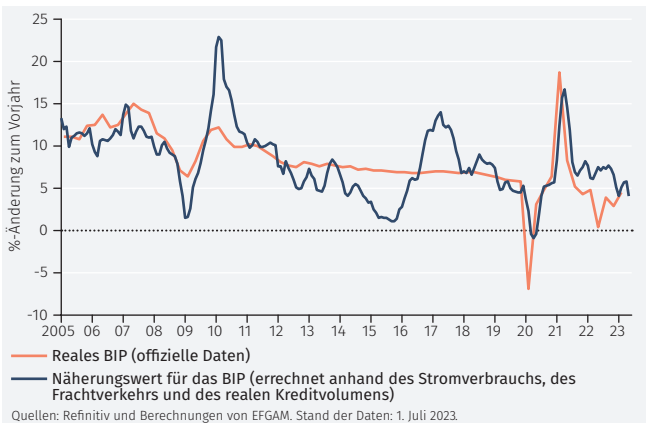
# ASIEN

Die Wiederöffnung Chinas hat die Wirtschaft nicht so stark beflügelt, wie sich viele erhofft hatten. Zyklische und strukturelle Kräfte belasten das Wachstum. Es gibt nützliche Parallelen zu Japan.

## Chinas stockende Erholung

Die Wiederöffnung Chinas Anfang Januar scheint einen relativ kurzfristigen Wachstumsschub gebracht zu haben. Indikatoren wie die Detailhandelsumsätze und die Industrieproduktion haben sich nach einem anfänglichen Anstieg abgeschwächt. Der Näherungswert für das BIP-Wachstum in Abbildung 25 deutet auf einen langsameren Trend hin, obwohl die Wachstumsrate im Vergleich zum Vorjahr im zweiten Quartal aufgrund der Lockdowns in Shanghai im vergangenen Jahr überhöht sein wird. In der Verlangsamung spiegeln sich zwei Haupttrends wider. Erstens war der Nachfrageüberhang, der durch die in der Pandemie aufgebauten Ersparnisse bedingt war, nicht so gross wie erwartet. Die Ausgaben für Reisen im Inland liegen unter dem Vorpandemieniveau. Der Automobilabsatz ist niedriger als vor einem Jahr. Am wichtigsten ist jedoch, dass der Absatz von Wohnimmobilien schwach ist, was auf eine Konjunkturschwäche und längerfristige strukturelle Probleme hindeutet.

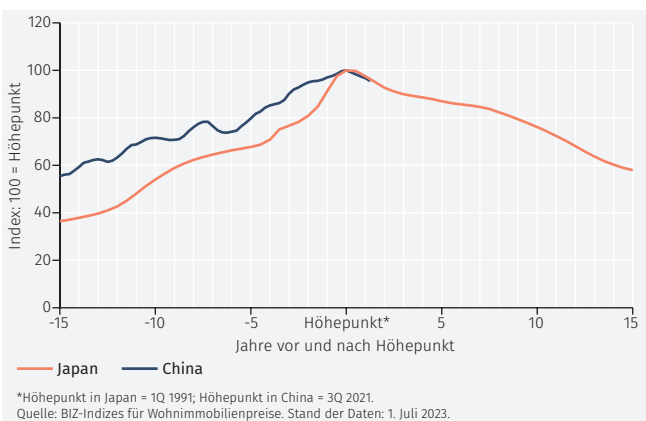
### 25. China: reales BIP-Wachstum und BIP-Näherungswert



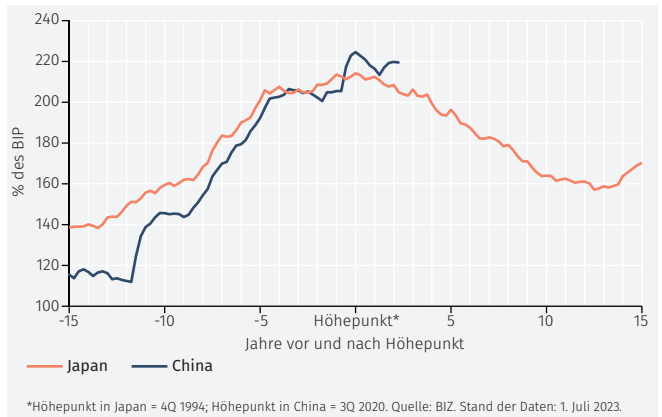
### Wohnimmobilienpreise und Kredite: Parallelen zu Japan

Die Wohnimmobilienpreise in Chinas Tier-1-Städten<sup>8</sup> haben sich in den zehn Jahren bis zum Covid-Ausbruch verdoppelt. Obwohl ein solcher Anstieg nach westlichen Massstäben nicht ungewöhnlich ist, gibt es zwei Bedenken.

### 26. Wohnimmobilienpreise: Japan und China



### 27. Kreditvergabe an Nichtfinanzunternehmen des privaten Sektors



Erstens sind die chinesischen Wohnimmobilienpreise im Verhältnis zu den Einkommen sehr hoch – viel höher als an bekannten teuren Standorten in der restlichen Welt.<sup>9</sup> Zweitens ging der Boom bei den Wohnimmobilienpreisen mit einem kräftigen Anstieg der Kreditvergabe an den privaten Sektor einher.

Es lassen sich Parallelen zu den Erfahrungen Japans in den 1980er-Jahren ziehen (siehe Abb. 26 und 27). Dort boomten die Wohnimmobilienpreise und die Kreditvergabe in den 1980er-Jahren, bevor sie Anfang der 1990er-Jahre ihren Höhepunkt erreichten. Es folgte eine lange Phase der Abwärtskorrektur der Wohnimmobilienpreise und der Einschränkung der Kreditvergabe. Die Restrukturierung des Bankensystems ging nur zögerlich und langsam vonstatten. Alle diese japanischen Entwicklungen spiegeln sich in den aktuellen Bedenken über China wider.

Doch es gibt einen grossen Unterschied. Der Kredit- und Wohnimmobilienpreisboom in Japan ging mit einem massiven Anstieg des Aktienmarktes und der Bewertungen einher. In China ist dies nicht der Fall (siehe Abb. 28). Angesichts der anhaltenden Bedenken über die «Investierbarkeit» von China, dürfte sich dies allerdings nicht so schnell ändern.

### 28. China: Aktienmärkte



<sup>8</sup> Ursprünglich Shanghai, Shenzhen und Guangzhou, aber die Definition wurde nun auf 15 weitere Städte ausgedehnt.

<sup>9</sup> Mehr als das 40-fache des Einkommens in den 4 wichtigsten Tier-Städten im Vergleich zum 11-fachen des Einkommens in London, Melbourne, Tokio und New York. Quelle: Numbeo, 1. Januar 2023.

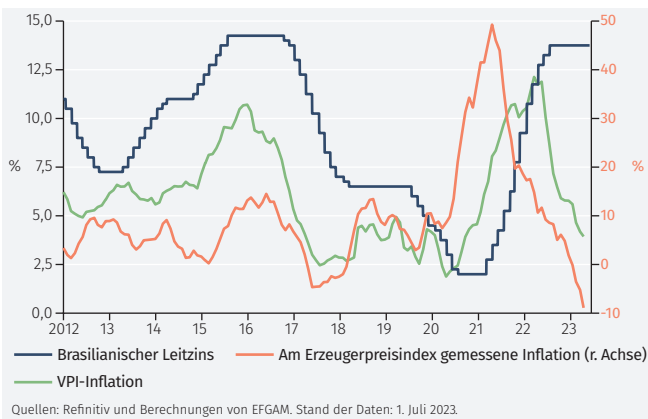
# LATEINAMERIKA

Die frühzeitige geldpolitische Straffung Brasiliens erweist sich bei der Senkung der Inflation als wirksam. Sie ist ein Testfall für den Rest der Welt. Chile wiederum setzt Massstäbe bei der sauberen Energieerzeugung.

## Brasilien: ein Testzentrum für den Rest der Welt

In gewisser Weise fungiert Brasilien als Testzentrum für die geldpolitische Straffung. Die Erfahrungen des Landes können dem Rest der Welt als Muster dienen. Die brasilianische Zentralbank begann im März 2021 mit der Anhebung der Zinsen (siehe Abb. 29), ein Jahr vor der ersten Zinserhöhung der Federal Reserve. Die Zinsanhebung war eine Reaktion auf die Verdoppelung der Verbraucherpreisinflation (von 3 % auf 6 %) in den vorangegangenen sechs Monaten und auf die (angesichts der tatsächlichen späteren Entwicklung berechtigten) Bedenken über weiteren Inflationsdruck. Insbesondere die Erzeugerpreise lagen um mehr als 40 % über dem Vorjahresniveau. In der Folge gab es elf weitere Zinserhöhungen, meistens im Umfang von jeweils 100 Basispunkten. Es ist noch zu früh, den Sieg im Kampf gegen die Inflation zu verkünden, aber die Anzeichen sind ermutigend. Die Verbraucherpreisinflation sank im Mai auf knapp unter 4 %. Die Erzeugerpreisinflation ist deutlich negativ, was zum Teil auf die Aufwertung des brasilianischen Reals zurückzuführen ist. Den Konsensprognosen zufolge wird die Inflation 2024 bei rund 4 % bleiben. Sollte dies tatsächlich der Fall sein, dürfte der Druck, die Massnahmen der Zentralbank – die erst 2021 ihre Unabhängigkeit erhielt – einzuschränken, nachlassen.

### 29. Brasilien: Inflation und Leitzinsen



Erwartungsgemäss führte diese Straffung zu einer Konjunkturabkühlung, die sich jedoch bisher in Grenzen hielt. Im Jahr 2021 gab es eine technische Rezession (zwei aufeinanderfolgende Quartale mit einem Rückgang des BIP), die allerdings recht milde ausfiel. Zudem blieb die für das erste Quartal 2023 allgemein erwartete Schwäche aus. Die Konjunktur erholte sich kräftig und glich die Schwäche im letzten Quartal 2022 weitgehend aus. Die Konsensprognosen für das Wachstum im Jahr 2023 wurden leicht nach oben korrigiert und für 2024 wird mit einem Wachstum von knapp 2 % gerechnet (siehe Abb. 30).

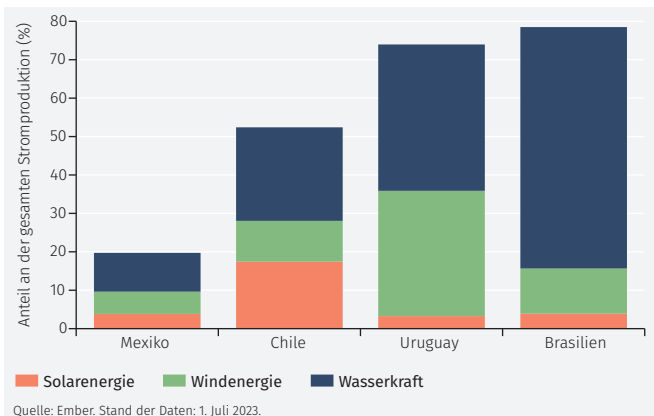
### 30. Brasilien: Konsensprognose für BIP-Wachstum



## Chile: eine andere Art von Testzentrum

Chile fungiert als eine andere Art von Testzentrum für die Politik in der restlichen Welt. Es hat sich rasch zu einem führenden Land im Bereich der Solarenergie entwickelt, die inzwischen fast 20 % der Stromerzeugung ausmacht (siehe Abb. 31). Da Uruguay und Brasilien mehr Strom aus Wasserkraft erzeugen, haben sie bei der Gesamtproduktion von sauberer Energie immer noch einen Vorsprung. Bei einer neuen Entwicklung hat Chile jedoch die Nase vorn: der Nutzung von regenerativ erzeugtem Strom zur Herstellung von Wasserstoff (sogenannter grüner Wasserstoff, weil er aus sauberem Strom gewonnen wird). Gemäss der Nationalen Strategie der Regierung für grünen Wasserstoff hat das Land das Potenzial, zu einem wichtigen Exporteur von Wasserstoff zu werden. Das scheint uns eine realistische Perspektive zu sein.

### 31. Lateinamerika: saubere Energie



# SONDERSCHWERPUNKT: CHANCEN UND MÖGLICHKEITEN VON KI

Im Jahr 2023 war viel die Rede von künstlicher Intelligenz (KI). Die Chancen und Möglichkeiten, die sich aus KI ergeben, sind weitreichend. Nur wenige Bereiche der Wirtschaft werden nicht betroffen sein.<sup>10</sup>

ChatGPT von OpenAI ist seit Beginn des Jahres weiten Kreisen zugänglich. Viele nutzen es – zum Schreiben von Gedichten, als Hilfe bei den Hausaufgaben oder zum Verfassen schwieriger E-Mails. Es ist Teil der potenziellen KI-Revolution. Doch welche Bedeutung wird KI für die Gestaltung von Arbeit und Freizeit in den kommenden Jahren haben? Eine SWOT-Analyse (engl. Akronym für Strengths [Stärken], Weaknesses [Schwächen], Opportunities [Chancen] und Threats [Risiken]) ist aufschlussreich.

## Stärken

Eine der Hauptstärken von KI ist, dass sie komplexe Aufgaben und Prozesse mit grosser Geschwindigkeit und Genauigkeit durchführen kann, was zu einer höheren Effizienz und Produktivität in verschiedenen Branchen führt. Dabei kann KI grosse Datenmengen verarbeiten, liefert Einsichten in diese Daten und ermöglicht bessere Entscheidungen und Vorhersagen. Einige halten die Tatsache, dass KI nicht menschlich ist, für eine Einschränkung, doch können KI-Algorithmen Erfahrungen personalisieren, relevante Inhalte empfehlen und massgeschneiderte Lösungen anbieten. Repetitive Aufgaben können gut von KI erledigt werden, sodass sich die Mitarbeitenden auf erfüllendere und kreativere Aufgaben konzentrieren können. Mit der rasanten Entwicklung der KI-Technologie sind kontinuierliche Verbesserungen und neue Anwendungen in einer Reihe von Branchen absehbar.

## Schwächen

Da KI menschliche Gefühle und Empathie fehlen, ist sie für Aufgaben, die emotionales Verständnis oder subjektives Ermessen erfordern, wohl weniger geeignet. KI ist abhängig von den zugrunde liegenden Daten, die sie verwendet. Diese Datenabhängigkeit macht sie anfällig für Verzerrungen. In bestimmten Fällen wird die Nützlichkeit von KI durch Datenknappheit eingeschränkt.

KI wirft auch ethische Fragen in Bezug auf Datenschutz, Voreingenommenheit und das Potenzial zur Verdrängung von Arbeitsplätzen auf. Eine sorgfältige Regulierung und ein verantwortungsvoller Einsatz von KI-Technik sind erforderlich. KI kann Schwierigkeiten haben, komplexe Zusammenhänge, Sarkasmus oder abstrakte Konzepte zu verstehen, was ihre Fähigkeit einschränkt, menschliche Kommunikation vollständig zu erfassen.

## Chancen

KI bietet Unternehmen die Möglichkeit, ihre Abläufe zu optimieren, das Kundenerlebnis zu verbessern und innovative Produkte und Dienstleistungen zu entwickeln. Die drei Phasen der menschlichen Kommunikation können durch KI-Prozesse in Verbindung mit neuen Technologien revolutioniert werden (siehe Abb. 32).

Von besonderem Interesse ist der Fortschritt im Gesundheitswesen. KI hat das Potenzial, das Gesundheitswesen durch verbesserte Diagnostik, personalisierte Behandlungspläne und die Entdeckung von Wirkstoffen zu revolutionieren.

## 32. Chancen von KI



Die effizienzsteigernde und kostensenkende Automatisierung von Routineaufgaben in Branchen wie Fertigung, Logistik und Kundendienst ist eine weitere Chance, die sich aus KI ergibt.

KI-gestützte Analysen können wertvolle Erkenntnisse liefern und Entscheidungsträgern in verschiedenen Bereichen helfen, fundiertere Entscheidungen zu treffen.

## Risiken

Das vielleicht bekannteste Risiko von KI ist die Verdrängung von Arbeitsplätzen. Mit der zunehmenden Automatisierung durch KI besteht die Sorge, dass in bestimmten Sektoren Arbeitsplätze verloren gehen. Das ist natürlich ein Risiko, das seit vielen Jahrhunderten von neuen Technologien ausgeht.

KI-Systeme können anfällig für Cybersecurity-Bedrohungen sein, einschliesslich böswilliger Angriffe auf sensible Daten oder des unbefugten Zugangs zu diesen Daten.

Auch der Mangel an Transparenz ist ein Problem. Komplexe KI-Algorithmen können schwer zu interpretieren und zu verstehen sein, was zu Schwierigkeiten bei der Gewährleistung der Rechenschaftspflicht und der Transparenz bei der Entscheidungsfindung führt.

Zu guter Letzt kann das blinde Vertrauen in KI ohne angemessene menschliche Aufsicht oder Backup-Pläne zu kritischen Ausfällen oder Fehlern mit erheblichen Folgen führen.

<sup>10</sup> Ein erster Entwurf dieses Textes wurde mit ChatGPT angefertigt. Die Aufgabe war, «eine SWOT-Analyse von KI zu erstellen». An der Erstellung der endgültigen Fassung waren mehrere Menschen beteiligt.

## 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 auslegend. 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 Auslassungen 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 7389736. Eingetragener Sitz: EFG Asset Management (UK) Limited, 116 Park Street, London W1K 6AP, Vereinigtes Königreich, Telefon +44 (0) 20 7491 9111.

Unabhängige Vermögensverwalter: Falls dieses Dokument unabhängigen Vermögensverwaltern («UVV») zur Verfügung gestellt wird, ist es den UVV strengstens untersagt, es (ganz oder teilweise) zu vervielfältigen, offenzulegen oder zu verteilen und ihren Kunden und/oder Dritten zugänglich zu machen. Mit dem Erhalt dieses Dokuments bestätigen die UVV, dass sie ihre eigenen Entscheidungen/Einschätzungen über das weitere Vorgehen treffen müssen, und es liegt in der Verantwortung der UVV, sicherzustellen, dass die bereitgestellten Informationen in Bezug auf etwaige investitionsbezogene, rechtliche, regulatorische, steuerliche oder sonstige Konsequenzen mit den Gegebenheiten ihrer eigenen Kunden übereinstimmen. EFG übernimmt keine Haftung für Schäden, Verluste oder Kosten (ob direkt, indirekt oder als Folge), die sich aus der Verwendung dieses Dokuments durch die UVV, ihre Kunden oder Dritte ergeben könnten.

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

**Australien:** Dieses Dokument wurde von der EFG Asset Management (UK) Limited, einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, eingetragen unter der Nummer 7389746, mit eingetragenem Sitz in 116 Park Street, London W1K 6AP, Vereinigtes Königreich (Telefon +44 (0)20 7491 9111), erstellt und herausgegeben. Die EFG Asset Management (UK) Limited wurde von der britischen Financial Conduct Authority zugelassen und untersteht deren Aufsicht (Nr. 536771). Die EFG Asset Management (UK) Limited ist von der Pflicht befreit, eine australische Finanzdienstleistungslizenz für Finanzdienstleistungen zu besitzen, die sie für Grosskunden in Australien erbringt, und ist von der Financial Conduct Authority des Vereinigten Königreichs (FCA-Registrierungsnummer 536771) nach dem Recht des Vereinigten Königreichs, das sich vom australischen Recht unterscheidet, zugelassen und untersteht deren Aufsicht. Dieses Dokument ist vertraulich und ausschliesslich für den Gebrauch der Person bestimmt, der es ausgehändigt oder zugesandt wird, und darf weder ganz noch teilweise an andere Personen weitergegeben werden.

#### ASIC Class Order CO 03/1099

Die EFG Asset Management (UK) Limited teilt Ihnen mit, dass sie sich in Bezug auf die Finanzdienstleistungen, die sie Ihnen erbringt, auf die Ausnahmeregelung der Australian Securities & Investments Commission (ASIC) Class Order CO 03/1099 (Class Order) (ausgeweitet durch das ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396) für Unternehmen, die der Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) des Vereinigten Königreichs unterstehen, beruft, die sie von der Pflicht befreit, eine australische Finanzdienstleistungslizenz (Australian Financial Services Licence; AFSL) im Sinne des Corporations Act 2001 (Cth) (Corporations Act) zu besitzen.

#### Aufsichtsvorschriften des Vereinigten Königreichs

Die Finanzdienstleistungen, die wir Ihnen erbringen, werden von der FCA gemäss den Gesetzen und Aufsichtsvorschriften des Vereinigten Königreichs reguliert, die sich von denen Australiens unterscheiden. Folglich werden jedes Angebot und alle anderen Unterlagen, die Sie von uns im Rahmen der Erbringung von Finanzdienstleistungen erhalten, in Übereinstimmung mit diesen Gesetzen und Aufsichtsvorschriften erstellt. Die Aufsichtsvorschriften des Vereinigten Königreichs beziehen sich auf die Gesetzgebung, die gemäss der Gesetzgebung erlassenen Vorschriften und alle anderen relevanten Richtlinien oder Dokumente, die von der FCA herausgegeben werden.

#### Ihr Status als Grosskunde

Damit wir Ihnen Finanzdienstleistungen erbringen und die Class Order einhalten können, müssen Sie ein «Grosskunde» im Sinne von Abschnitt 761G des Corporations Act sein. Durch die Annahme von Unterlagen von uns vor dem Beginn oder im Verlauf der Erbringung von Finanzdienstleistungen für Sie:

- garantieren Sie uns, dass Sie ein «Grosskunde» sind;
- erklären Sie sich damit einverstanden, die von uns von Zeit zu Zeit zur Bestätigung Ihres Status als Grosskunde angeforderten Informationen oder Nachweise vorzulegen;
- stimmen Sie zu, dass wir die Erbringung von Finanzdienstleistungen für Sie einstellen können, wenn Sie kein Grosskunde mehr sind oder wenn Sie uns keine für uns zufriedenstellenden Informationen oder Nachweise zur Bestätigung Ihres Status als Grosskunde vorlegen; und
- verpflichten Sie sich, uns innerhalb von 5 Geschäftstagen schriftlich zu benachrichtigen, wenn Sie für die Zwecke der Finanzdienstleistungen, die wir für Sie erbringen, nicht mehr als «Grosskunde» gelten.

**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 Treuhändergesellschaft erhalten. Eingetragener Sitz: Goodman's Bay Corporate Centre, West Bay Street and Sea View Drive, Nassau, Bahamas.

**Bahrain:** Bahrain: EFG AG Bahrain ist eine Zweigniederlassung der EFG Bank AG, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Business Firm der Kategorie 2 lizenziert wurde und zur Ausübung folgender Tätigkeiten berechtigt ist: a) Handel mit Finanzinstrumenten als Vermittler; b) Vermittlung von Geschäften mit Finanzinstrumenten; c) Verwaltung von Finanzinstrumenten; d) Beratung zu Finanzinstrumenten; und e) Betrieb eines Organismus für gemeinsame Anlagen. Eingetragener Sitz: EFG AG Bahrain Branch, Manama / Front Sea / Block 346 / Road 4626 / Building 1459 / Office 1401 / P O Box 11321 Manama – Königreich Bahrain.

**Kaimaninseln:** Die EFG Wealth Management (Cayman) Ltd ist von der Cayman Islands Monetary Authority («CIMA») lizenziert und wird von dieser beaufsichtigt, um auf den Kaimaninseln oder von den Kaimaninseln aus Wertpapiergeschäfte gemäss dem Securities Investment Business Law (in seiner revidierten Fassung) der Kaimaninseln zu tätigen. Eingetragener Sitz: Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Kaimaninseln. Die EFG Bank AG, Cayman Branch, ist als Klasse-B-Bank lizenziert und wird von der CIMA beaufsichtigt. Eingetragener Sitz: EFG Wealth Management (Cayman) Ltd, Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Kaimaninseln.

**Zypern:** Die EFG Cyprus Limited ist eine in Zypern unter der Firmennummer HF408062 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:** Die EFG (Middle East) Limited wird von der DFSA beaufsichtigt. Dieses Material ist «nur für professionelle Kunden» bestimmt. Eingetragener Sitz: EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 7th Floor PO Box 507245 - Dubai, UAE.

**Griechenland:** EFG Bank (Luxembourg) S.A., Athens Branch, ist eine nicht buchungspflichtige Niederlassung der EFG Bank (Luxembourg) S.A., die aufgrund einer von der Luxemburger Finanzaufsichtsbehörde «CSSF» erteilten Lizenz berechtigt ist, die Produkte und Dienstleistungen der EFG Bank (Luxembourg) S.A. auf der Grundlage der EU-Niederlassungsfreiheit zu vertreiben. Eingetragener Sitz: 342 Kifisias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str. - 154 51 N. Psychiko, General Commercial Registry no. 14305760001.

**Hongkong:** Die Niederlassung der EFG Bank AG in Hongkong ist von der Hong Kong Monetary Authority gemäss der Banking Ordinance (Cap. 155, Laws of Hong Kong) als lizenzierte Bank zugelassen und darf in Hongkong regulierte Tätigkeiten des Typs 1 (Wertpapierhandel), des Typs 4 (Wertpapierberatung) und des Typs 9 (Vermögensverwaltung) ausüben. Eingetragener Sitz: EFG Bank AG, Hong Kong Branch, 18th Floor, International Commerce Centre 1 Austin Road West - Kowloon, Hongkong.

**Liechtenstein:** Die EFG Bank von Ernst AG wird von der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein beaufsichtigt. Eingetragener Sitz: EFG Bank von Ernst AG Egertastrasse 10 - 9490 Vaduz, Liechtenstein.

**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.

**Luxemburg:** Die EFG Bank (Luxembourg) S.A. ist vom Finanzministerium Luxemburg zugelassen und wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier («CSSF») beaufsichtigt. Die EFG Bank (Luxembourg) S.A. ist Mitglied des Einlagensicherungsfonds Luxemburg (F.G.D.L. - Fonds de Garantie des Dépôts Luxembourg) und Mitglied des Luxemburger Anlegerentschädigungssystems (S.I.L.L. - Systèmes d'Indemnisation des Investisseurs Luxembourg). R.C.S. Luxemburg Nr. B113375. Eingetragener Sitz: EFG Bank (Luxembourg) S.A. - 56, Grand-Rue, L-1660 Luxemburg.

**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: +37 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 Durchführungsvorgängen bei der Shanghai Administration für Industry and Commerce registriert. Eingetragen unter der Nummer: 310000500424509. Eingetragener Sitz: Room 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai. Das Leistungsspektrum der Repräsentanz der EFG Bank AG in Shanghai beschränkt sich auf nicht auf den Erwerbzweck ausgerichtete Aktivitäten, darunter Kontaktaufnahme, Marktforschung und Beratung.

**Portugal:** Die EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal ist eine Zweigniederlassung der EFG Bank (Luxembourg) S.A., die von der Bank von Portugal für die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen (Anlageberatung sowie Entgegennahme und Weiterleitung von Aufträgen) für in Luxemburg gebuchte Kunden zugelassen ist und beaufsichtigt wird. Die Zweigniederlassung in Lissabon, die kein Buchungszentrum ist, handelt im Rahmen eines von der CSSF ausgestellten EU-Passes. Eingetragene Gesellschaft Nr. 98649439. Eingetragener Sitz: Avenida da Liberdade N° 131 - 6° Dto. - 1250 - 140 Lissabon.

**Singapur:** Die Niederlassung in Singapur (JEN-Nummer: T03FC6371) ist von der Monetary Authority of Singapore als Grosskundenbank zum Betreiben von Bankgeschäften zugelassen und übt darüber hinaus die regulierten Tätigkeiten des Handels mit Kapitalmarktprodukten (Wertpapiere, Organismen für gemeinsame Anlagen, börsengehandelte Derivatkontrakte, Devisenkassakontrakte für die Zwecke des fremdfinanzierten Devisenhandels und ausserbörsliche Derivatkontrakte), der Fondsverwaltung, der Produktfinanzierung und der Erbringung von Verwahrdienstleistungen als Exempt Capital Markets Services Entity im Sinne des Securities and Futures Act 2001 und Erbringung von Finanzberatersdienstleistungen als Exempt Financial Adviser im Sinne des Financial Advisers Act 2001 durch die Beratung anderer, entweder direkt oder durch Veröffentlichungen oder Schriften, sei es in elektronischer, gedruckter oder sonstiger Form, und durch die Beratung anderer durch die Herausgabe oder Verbreitung von Research-Analysen oder Research-Berichten, sei es in elektronischer, gedruckter oder sonstiger Form, in Bezug auf die folgenden Anlageprodukte: Wertpapiere, kollektive Kapitalanlagen, börsengehandelte Derivatkontrakte, ausserbörslich gehandelte Derivatkontrakte, Devisenkassakontrakte, die nicht dem fremdfinanzierten Devisenhandel dienen, Devisenkassakontrakte, die dem fremdfinanzierten Devisenhandel dienen, und strukturierte Einlagen. Bevor der Empfänger eine Verpflichtung zum Kauf des Anlageprodukts eingeht, sollte er sich von einem Finanzberater beraten lassen, wobei den spezifischen Anlagezielen, der finanzielle Situation oder den besonderen Bedürfnisse des Empfängers Rechnung zu tragen ist. Bitte kontaktieren Sie die EFG Bank AG (Singapore Branch) bei Fragen oder Problemen, die sich aus dieser Publikation ergeben. Bitte beachten Sie, dass die EFG Bank AG (Singapore Branch) jedoch keine rechtliche Verantwortung für den Inhalt dieser Publikation übernimmt.

Die EFG Bank AG (Singapore Branch) und die EFG Asset Management (UK) Limited haben angemessene Mechanismen und Trennungsvorschriften eingeführt, um die Unabhängigkeit der Research-Aktivitäten der EFG Asset Management (UK) Limited zu gewährleisten, sowie Verfahren, um einen unzulässigen Einfluss von Emittenten, institutionellen Anlegern oder anderen externen Parteien auf die EFG Asset Management (UK) Limited zu kontrollieren. Falls erforderlich, können weitere Vorkehrungen getroffen werden, um das Entstehen von Interessenkonflikten zu verhindern. Für Singapur sind dieses Dokument und die darin erwähnten Produkte nur für «zugelassene Anleger» und «institutionelle Anleger» im Sinne des Securities and Futures Act 2001 und aller danach erlassenen Vorschriften bestimmt. Diese Anzeige wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft. Eingetragener Sitz: EFG Bank AG, Singapore Branch, 79 Robinson Road #18-01 Singapur 068897.

**Schweiz:** Die EFG Bank AG, Zürich, einschliesslich ihrer Niederlassungen in Genf und Lugano, wurde von der 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 Genf 2 und EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano.

**Vereinigtes Königreich:** Die EFG Private Bank Limited ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority reguliert. Die EFG Private Bank Limited ist Mitglied der London Stock Exchange. Eingetragene Firmen-Nr. 2321802. Eingetragener Sitz: EFG Private Bank Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, Vereinigtes Königreich, Telefon +44 (0)20 7491 9111.

**USA:** Die EFG Asset Management (UK) Limited ist ein Tochterunternehmen von EFG Capital, einem bei der US-amerikanischen Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (SEC) registrierten 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 von dessen in den USA ansässigen Tochterunternehmen EFG Asset Management (Americas) Corp («EFGAM Americas»), einem bei der SEC registrierten Anlageberater, angebotenen Dienstleistungen und Produkte genehmigt. Wertpapierprodukte und Brokerage-Dienstleistungen werden von EFG Capital angeboten; Vermögensverwaltungsdienstleistungen werden von EFGAM Americas erbracht. Die EFG Capital und EFGAM Americas sind durch gemeinsame Eigentümerschaft unter der EFG International AG verbunden und haben gemeinsames Personal. Eingetragener Sitz: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor - FL 33131 Miami.