

# INSIGHT

VIERTELJÄHRLICHE MARKTANALYSE

2Q 2023

SCHWERPUNKTE DIESER AUSGABE:



Globale strategische Vermögensaufteilung



Globale Wertpapierauswahl



Regionale Vermögensaufteilung



Regionale Portfoliozusammensetzung

## Ein Quartett von Bedenken



### ÜBERBLICK

Vier globale Probleme

### USA

Drei Wege zu niedrigeren Zinsen

### VEREINIGTES KÖNIGREICH

Zwei langfristige Schwächen

### SONDERSCHWERPUNKT

Globale Zwietracht

# ÜBERBLICK

Der Fokus der Finanzmärkte kann sich schnell von einem Problem zum anderen verlagern. Da die Aussichten für den Rest des Jahres von einem Quartett von Bedenken dominiert werden, rechnen wir damit, dass die Marktstimmung unbeständig und sehr wechselhaft sein wird.

Das erste Quartal 2023 endete mit dem Konkurs zweier US-Banken (SVB und Signature Bank) und der plötzlichen Übernahme der Credit Suisse durch die UBS. Höchstwahrscheinlich handelte es sich dabei um Einzelereignisse und den zuständigen Behörden ist es – vorerst – gelungen, ein Übergreifen auf das übrige Finanzsystem zu vermeiden. Die Bedenken konnten jedoch nicht vollständig ausgeräumt werden und dürften für den Rest des Jahres 2023 bestehen bleiben. Derweil halten die bisherigen Bedenken der Finanzmärkte über die Inflation, die Widerstandsfähigkeit des Weltwirtschaftswachstums (mit der Möglichkeit einer Rezession) und die geopolitischen Spannungen an. Das Augenmerk wird sich zweifelsohne wieder auf diese Sorgen richten. In der Welt nach der Pandemie verlagert sich der Fokus der globalen Märkte – oft sehr rasch – von einem Problem zum anderen. Dieses Phänomen dürfte unseres Erachtens anhalten.

## Ein Quartett von Bedenken

Dieses Quartett von Bedenken – Finanzstabilität, Inflation, Wachstum und Geopolitik – ist natürlich nichts Neues. Es vergeht kaum ein Jahr, ohne dass eines dieser Themen in den Schlagzeilen ist. In der Covid-Pandemie waren alle vier präsent. Die Risiken, die sich aus jeder dieser Quellen ergeben, lassen sich zwar durch Politik, Regulierung und Zusammenarbeit eindämmen, doch sind dem Management dieser Risiken ganz klar Grenzen gesetzt.

## Finanzstabilität

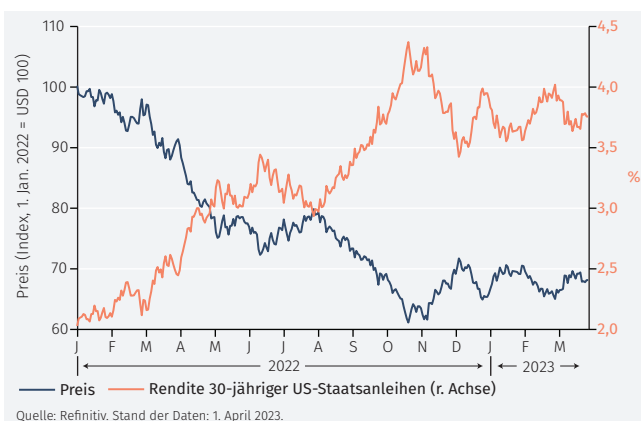
Es gibt nationale und globale Regeln und Vorschriften zur Förderung der Finanzstabilität. Für Banken wurden diese nach der globalen Finanzkrise verschärft, indem höhere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen gestellt wurden. Eine zu starke Regulierung wird häufig von denjenigen kritisiert, die reguliert werden. Doch reichte die bestehende Struktur nicht aus, um den Konkurs der SVB im März 2023 zu verhindern. Die Federal Reserve untersucht die Ursachen und wird zu gegebener Zeit darüber berichten.<sup>1</sup> Es scheint jedoch klar zu sein, dass das Exposure in langfristigen Anleihen ein Hauptgrund für den Konkurs war. Dies war auch bei den Problemen der Fall, mit denen die Pensionsfonds im Vereinigten Königreich im September 2022 konfrontiert waren.

Wenn die Renditen langfristiger Anleihen – wie in letzter Zeit – steigen, kann der Preisrückgang beträchtlich sein. So lag der Preis der 30-jährigen US-Referenzstaatsanleihe im März 2023, als die SVB Konkurs ging, um etwa 30 % tiefer als zu Beginn des Jahres 2022 (siehe Abb. 1).

## Inflation

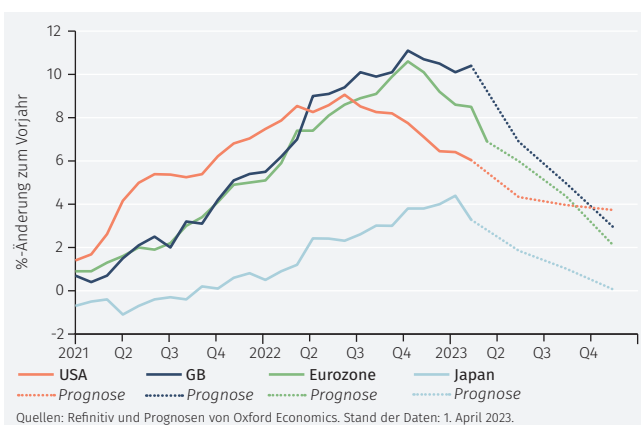
Der Preis und die Rendite einer 30-jährigen Anleihe hängen von den Zinserwartungen (und damit von der Inflation) in den nächsten dreissig Jahren ab. Das ist eine lange Zeit und es kann nicht mit Sicherheit davon ausgegangen werden, dass diese Erwartungen auch tatsächlich eintreten. Allerdings waren diese bis vor Kurzem gut verankert, da die Zentralbanken eine tiefe Inflation anstrebten und diese auch zu erzielen vermochten. Ihr Engagement für eine niedrige

## 1. 30-jährige US-Staatsanleihe



Inflation besteht weiterhin.<sup>2</sup> In den USA schlugen manche ein höheres Inflationsziel vor.<sup>3</sup> Nun, da die Inflationsraten in den wichtigsten entwickelten Volkswirtschaften sinken und bis zum Jahresende generell deutlich tiefer liegen dürften (siehe Abb. 2), scheint es nicht der richtige Zeitpunkt zu sein, die Zielwerte zu ändern.

## 2. Rückläufige Inflation



## Rezessionsängste

In den wichtigsten entwickelten Volkswirtschaften ist das Wirtschaftswachstum relativ stabil und positiv geblieben und es zeichnet sich noch keine Rezession ab. Dies geht aus dem jüngsten wöchentlichen Tracker für die Konjunktur in den OECD-Volkswirtschaften hervor (siehe Abb. 3). China und Indien, die beide keine OECD-Mitglieder sind, werden voraussichtlich schneller wachsen, nämlich um 5 % bzw. 6 %.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Die Ergebnisse der Untersuchung des Federal Reserve Board werden am 1. Mai veröffentlicht. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20230313a.htm>

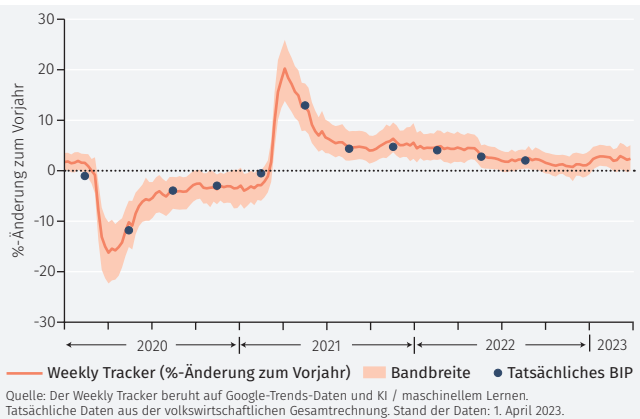
<sup>2</sup> Dieses Bekenntnis brachte die EZB in ihrem Tweet zum Valentinstag am 14. Februar 2023 zum Ausdruck, der wie folgt lautete: «Roses are red, Violets are blue, We will stay the course, And return inflation to 2.»

<sup>3</sup> Olivier Blanchard zum Beispiel hat kürzlich ein Ziel von 3 % vorgeschlagen. Davor hatte er ein Ziel von 4 % gefordert. Bei einer Inflationsrate von 3 % verdoppeln sich die Preise alle 24 Jahre, bei einer Inflationsrate von 2 % alle 36 Jahre. Siehe <https://tinyurl.com/yxu6emh2>

<sup>4</sup> Prognosen aus dem *World Economic Outlook* des IWF, Januar 2023.

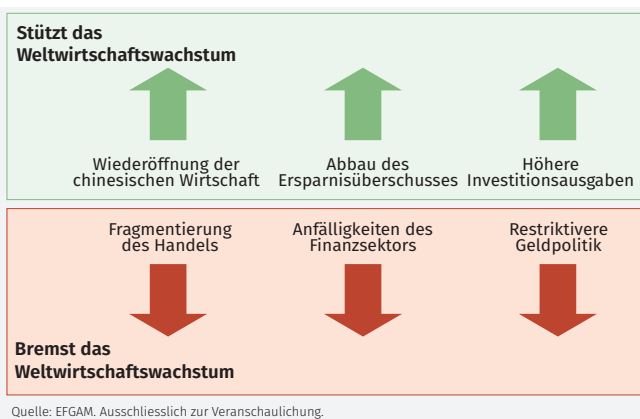
# ÜBERBLICK

## 3. Weekly Tracker der OECD



Die Wiederöffnung der chinesischen Wirtschaft ist einer der drei Hauptfaktoren, die das Weltwirtschaftswachstum in diesem Jahr stützen werden (siehe Abb. 4). Dort wie auch anderswo kann der in der Pandemie gebildete Ersparnisüberschuss abgebaut werden, um die Konsumausgaben – die zweite Wachstumsstütze – anzukurbeln. Unseren Schätzungen zufolge beläuft sich der weltweite Ersparnisüberschuss auf fast 5 Billionen US-Dollar.<sup>5</sup> Drittens werden die Investitionsausgaben in drei Hauptbereichen erhöht: für grüne Infrastruktur, für Verteidigungsausgaben und für den Aufbau neuer Kapazitäten im Zuge der Rückverlagerung der Produktion (*Reshoring*).

## 4. Treiber des Weltwirtschaftswachstums



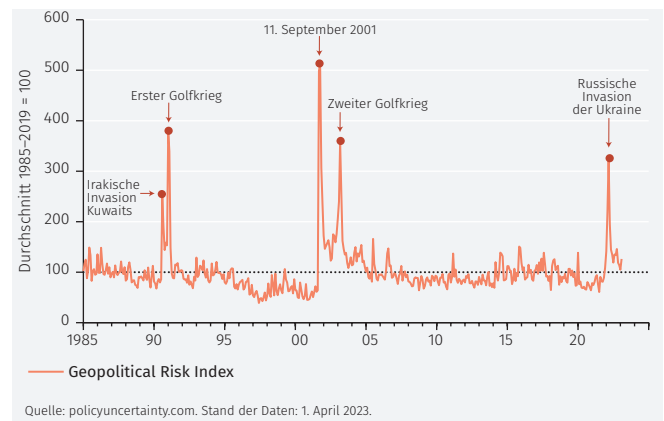
Im *Reshoring* spiegelt sich natürlich die stärkere Fragmentierung des Welthandels wider. Die inländische Produktion von Halbleitern in den USA und Europa mag aus Gründen der nationalen Sicherheit gerechtfertigt sein, ist aber mit Sicherheit weniger effizient als die Nutzung hoch integrierter globaler Lieferketten. Dies dürfte das Weltwirtschaftswachstum belasten. Da die Anfälligkeiten des Finanzsektors nach wie vor Anlass zur Sorge geben und die verzögerten Auswirkungen der restriktiveren Geldpolitik (vor allem am Immobilienmarkt) nun allmählich spürbar werden, sieht sich das Weltwirtschaftswachstum eindeutig mit Gegenwind konfrontiert. Das Verhältnis

zwischen diesen drei stützenden und den drei bremsenden Faktoren wird entscheidend für die Entwicklung der Weltwirtschaft im weiteren Jahresverlauf sein.

## Geopolitische Spannungen

Die geopolitischen Spannungen haben einer Messgrösse zufolge nachgelassen, liegen aber immer noch über ihrem langfristigen Durchschnitt (siehe Abb. 5). Natürlich sind die Zukunftsaussichten schwer einzuschätzen, aber der Abbau von Spannungen ist eines unserer Hauptthemen für 2023.

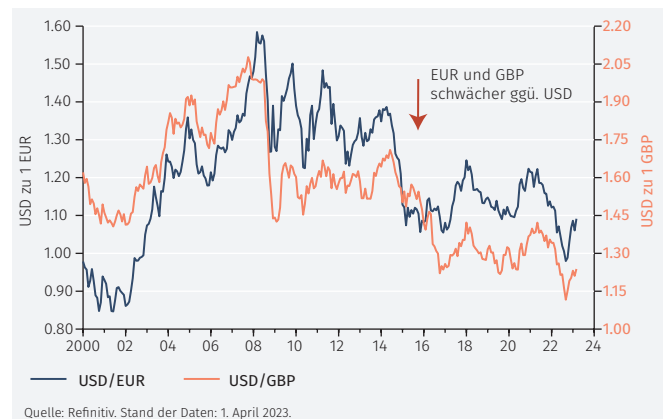
## 5. Geopolitical Risk Index



## Schwacher US-Dollar

Dieses Quartett von Bedenken wird sich in den Aussichten für die Weltwährungen niederschlagen. Der Wertverlust des Pfund Sterling und des Euro gegenüber dem Dollar seit der globalen Finanzkrise 2008 (siehe Abb. 6) spiegelt die allgemeine Stärke des Dollars wider, die durch spezifische regionale Herausforderungen (europäische Staatsschuldenkrise 2009–2015 und Brexit 2016) noch zusätzlich verstärkt wurde. Im ersten Quartal 2023 werteten jedoch beide Währungen gegenüber dem Dollar auf. Es bleibt abzuwarten, ob damit eine Trendwende eingeleitet wird.

## 6. Euro und Pfund Sterling gegenüber dem US-Dollar



<sup>5</sup> Quellen: Refinitiv und Schätzungen von EFGAM per 14. März 2023.

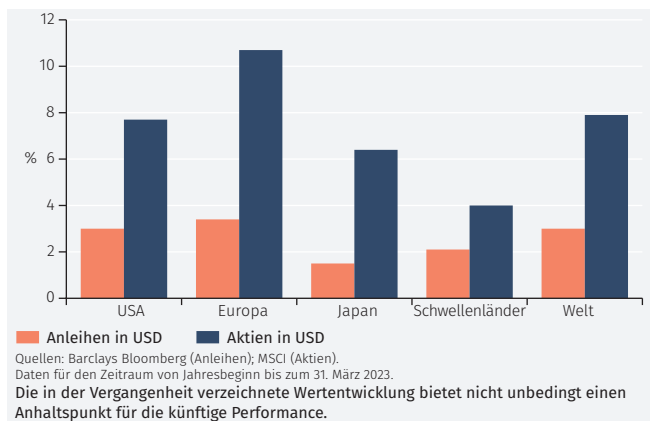
# KAPITALMARKTPERFORMANCE

Volatilität war Anfang 2023 ein zentrales Thema an allen Finanzmärkten, doch bis zum Ende des ersten Quartals hatten sowohl die Aktien- als auch die Anleihemärkte eine positive Performance erzielt. Der US-Dollar war relativ stabil.

## Kapitalmarktpformance

Die Wertentwicklung an den globalen Anleihen und Aktienmärkten fiel im ersten Quartal 2023 positiv aus. In US-Dollar lag die Performance der Anleihen bei 3,0 % und diejenige der Aktien bei 7,9 % (siehe Abb. 7).<sup>6</sup> Die steigende Inflation und die tatsächlichen und erwarteten Leitzinserhöhungen hatten die Anleiherenditen im Februar weltweit in die Höhe getrieben, was in der Folge zu einem Rückgang der Anleihekurse führte. Dieser Druck liess jedoch im weiteren Verlauf des Quartals nach, da die Zinserwartungen der Märkte zurückgingen, was zum Teil auf die Probleme des Bankensektors in den USA und der Schweiz zurückzuführen war. Der Dollar blieb insgesamt relativ stabil: Er gab gegenüber dem Euro und dem Pfund Sterling nach, wertete aber gegenüber dem Yen auf.

### 7. Kapitalmarktpformance

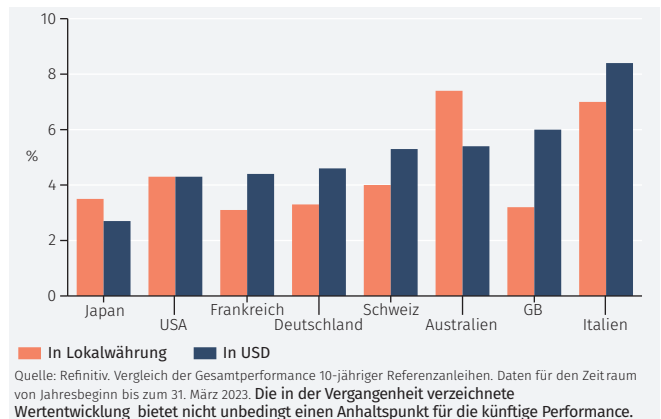


## Anleihemärkte

Nach einem volatilen ersten Quartal fiel die Gesamtperformance 10-jähriger Staatsanleihen an allen wichtigen Märkten zum Ende des Berichtszeitraums in Lokalwährung und in US-Dollar positiv aus (siehe Abb. 8). Die Rendite der 10-jährigen US-Referenzanleihe erreichte Anfang März einen Höchststand von über 4 %, fiel aber Ende März wieder auf ihren Tiefstand vom Januar zurück. Noch stärker war der Rückgang der 10-jährigen Renditen in Australien (73 Basispunkte), da die Märkte davon ausgingen, dass die Zentralbank des Landes den Reigen der Zinserhöhungen beenden würde, sowie in Italien, wo die Bedenken hinsichtlich des fiskalpolitischen Kurses der neuen Regierung nachliessen.

Die in US-Dollar ausgedrückte Performance der europäischen Märkte wurde im Allgemeinen durch die Aufwertung der Währungen (Euro, Pfund Sterling und Schweizer Franken) gegenüber dem US-Dollar begünstigt. Das Gegenteil traf auf Japan und Australien zu, wo eine Abwertung der Lokalwährung zu einer niedrigeren Performance in US-Dollar führte.

## 8. Anleihemarktpformance

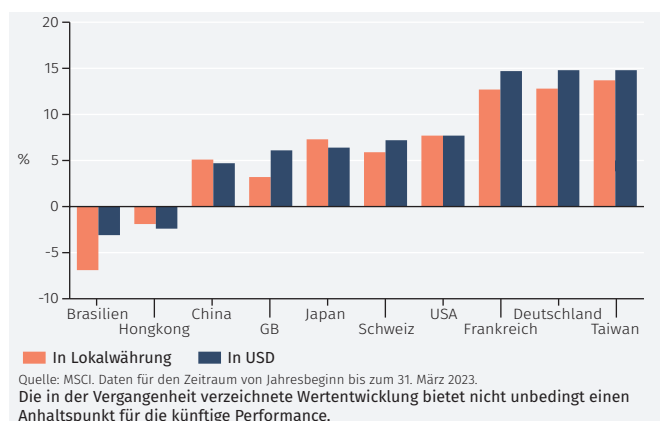


## Aktienmärkte

Die Gesamtperformance des US-Aktienmarktes von 7,7 % wurde von Frankreich und Deutschland übertroffen, und zwar sowohl in Euro als auch in US-Dollar (siehe Abb. 9). Ein wichtiger Faktor dabei war die Neubewertung der Vorzüge europäischer Aktien. Auch der taiwanische Markt war stark und profitierte vor allem von der weltweiten Neueinschätzung des Technologiesektors.

In Brasilien notierte der Real gegenüber dem US-Dollar weiterhin stark, was zum Teil auf die steigenden Rohstoffpreise zurückzuführen war. Die Ungewissheit über den politischen Kurs verunsicherte jedoch den Aktienmarkt, nachdem dieser im Jahr 2022 eine starke Performance verzeichnet hatte. Der chinesische Markt legte aufgrund der Wiederöffnung der Wirtschaft und der Anzeichen für marktfreundlichere Massnahmen der Behörden zu.

## 9. Aktienmarktpformance



<sup>6</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.

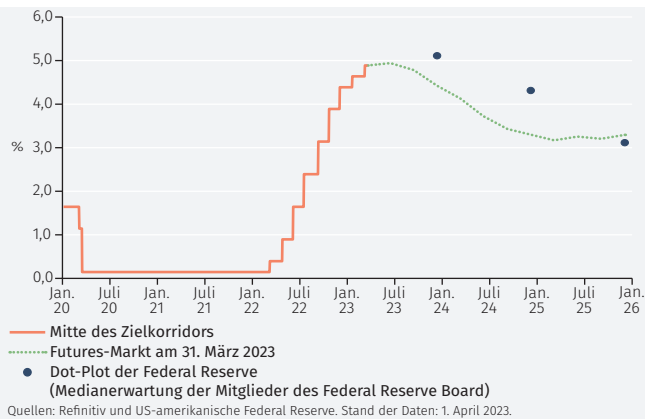
# USA

Die zentrale Frage in den kommenden Monaten wird sein, ob die Federal Reserve oder die Finanzmärkte in Bezug auf die Zinsrichtung recht haben. Die Antwort liegt in der Wahrscheinlichkeit einer Rezession, in der Finanzstabilität und in der Wirksamkeit von Zinsen bei der Inflationsbekämpfung.

## Wer wird richtig liegen? Der Markt oder die Federal Reserve?

Gemäss der Medianprognose der geldpolitischen Entscheidungsträger der Federal Reserve wird der Referenzzinssatz Ende Jahr leicht höher sein. Die Futures-Märkte deuten hingegen darauf hin, dass es bis dann zwei Zinssenkungen von jeweils 25 Basispunkten geben wird (siehe Abb. 10). Die Zinserwartungen der Märkte sind jedoch oft volatil und können sich rasch ändern, wie es bisher im Jahr 2023 der Fall war (siehe Abb. 11). Wie könnten sich die Zinseinschätzungen der Märkte als korrekt und die Zinserwartungen der Federal Reserve als falsch erweisen? Es gibt drei Wege, die zu niedrigeren Zinsen führen würden: zwei unerwünschte und einen viel harmloseren.

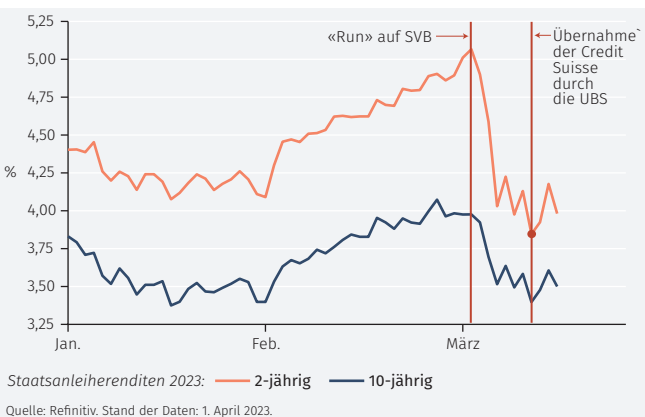
### 10. Referenzzinssatz der Federal Reserve: tatsächlicher und erwarteter Pfad



## Zwei unerwünschte Wege: Rezession und Probleme im Bankensektor

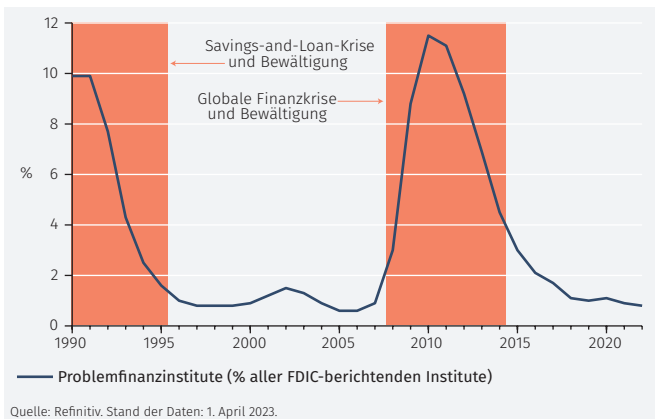
Der erste unerwünschte Weg ist, dass die Wirtschaft in eine Rezession kippt. Jeder Rezession seit 1960 ging eine Inversion der Zinskurve voraus (Kurzfristzinsen höher als 10-jährige Renditen). Zu dieser Inversion kam es Ende Dezember 2022. Da der durchschnittliche zeitliche Abstand zwischen der Inversion und der Rezession etwa ein Jahr beträgt, besteht somit ein konkretes Risiko. Der zweite Weg sind weitere Probleme im Bankensektor: Schätzungen zufolge könnten

### 11. US-Anleihemarkt: Auf und Ab



Wertminderungen auf Vermögenswerten und ein «Run» auf nicht gesicherte Einlagen dazu führen, dass mehr Banken von Insolvenz bedroht sind.<sup>7</sup> Diese Gefahr scheint gering, doch haben sich in der Vergangenheit Probleme im Bankensektor zunächst in Grenzen gehalten, bevor sie sich weiter ausbreiteten. Ausserdem hat es lange gedauert, bis sie gelöst waren (siehe Abb. 12). Die Savings-and-Loan-Krise begann Mitte der 1980er-Jahre, war aber erst 1995 vollständig überwunden. Die Finanzkrise, die 2007/2008 begann, wurde erst 2014 vollständig bewältigt.

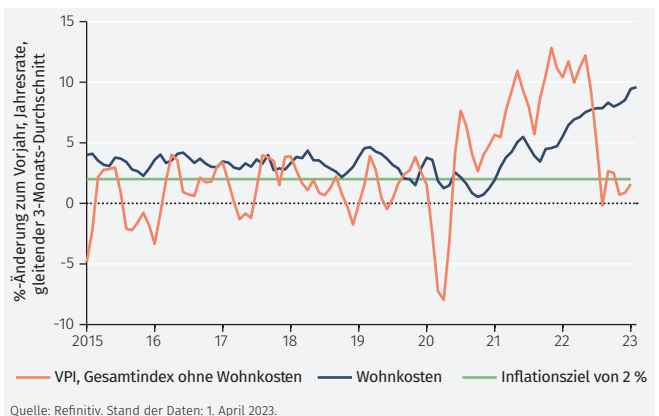
### 12. Problembanken



## Ein harmloser Weg: verzögerte Auswirkungen der Straffung

Ein harmloserer und unseres Erachtens wahrscheinlicherer Weg wäre ein starker Rückgang der Verbraucherpreisinflation (Verbraucherpreisindex, VPI). Ohne Berücksichtigung der Wohnkosteninflation liegt dieser Wert seit letztem Sommer bei etwa 2% (auf Jahresbasis); die Wohnkosteninflation (die etwa einen Drittel des VPI ausmacht) ist jedoch wesentlich höher (siehe Abb. 13). Eine Arbeit der Federal Reserve von San Francisco<sup>8</sup> zeigt, dass eine Erhöhung des Referenzzinssatzes um 100 Basispunkte über einen Zeitraum von 2½ Jahren zu einem Rückgang der Wohnkosteninflation um mehr als 3 Prozentpunkte führen kann, was darauf hindeutet, dass die bisherige Straffung der Federal Reserve ausreicht, um die Wohnkosteninflation bis Mitte 2024 auf null zu senken.

### 13. US-Verbraucherpreisinflation (VPI)



<sup>7</sup> Siehe beispielsweise dieses Papier: <https://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/working-papers/monetary-tightening-us-bank-fragility-2023-mark-market-losses>  
<sup>8</sup> FRBSF Economic Letter, 13. Februar 2023, «Can Monetary Policy Tame Rent Inflation?»

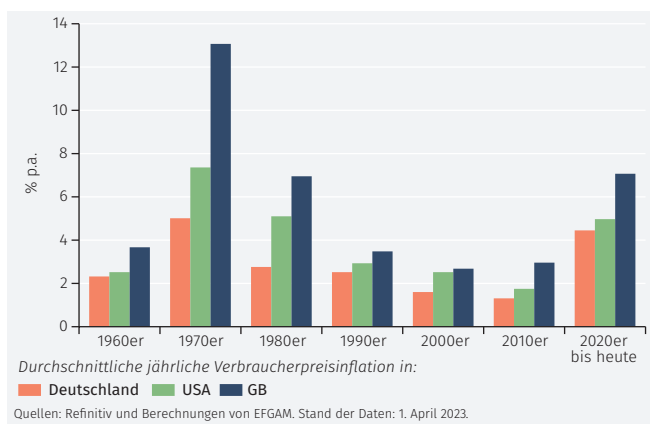
# VEREINIGTES KÖNIGREICH

Angesichts der hohen Inflation und der Fragilität des Finanzsektors, zwei der wichtigsten globalen Probleme, befindet sich das Vereinigte Königreich in einer heiklen Situation. Das Land war in der Vergangenheit anfällig für Inflation und verfügt über einen grossen Finanzsektor.

## Eine inflationsanfällige Wirtschaft ...

Das Vereinigte Königreich war in der Vergangenheit anfällig für Inflation. Mehrere Jahrzehnte lang war die Inflationsrate höher als z. B. in den USA oder in Deutschland (siehe Abb. 14). Diese Wahrnehmung wurde teilweise durch die bis vor kurzem erfolgreiche Phase des Inflation Targeting (Strategie, bei der die Zentralbank ein Inflationsziel nennt) korrigiert. Doch es bestehen immer noch Zweifel.

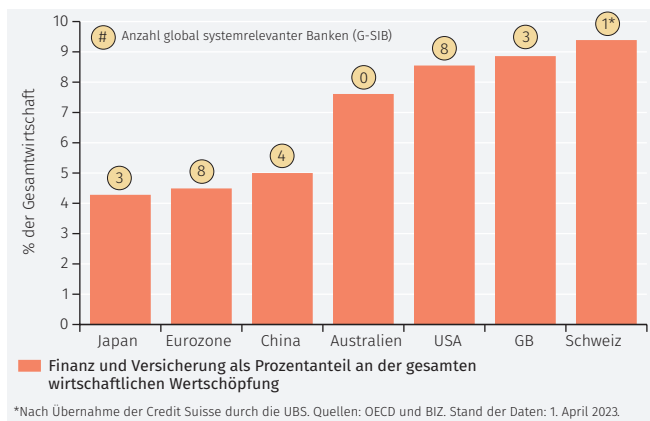
### 14. Inflationsanfälliges Vereinigtes Königreich



## ... mit einem grossen Finanzsektor

Das Vereinigte Königreich hat auch einen grossen Finanzsektor, auf den fast 10 % der Wertschöpfung der gesamten Wirtschaft entfallen (siehe Abb. 15). In Zeiten der Instabilität im Finanzsektor – sei es im Inland (z. B. die Secondary Banking Crisis von 1974/5) oder weltweit – wird die britische Wirtschaft also in der Regel hart getroffen. In der globalen Finanzkrise ging das BIP des Vereinigten Königreichs weiter zurück und erholte sich langsamer als dasjenige der USA und der Eurozone. Drei der 29 global systemrelevanten Banken (G-SIB) haben ihren Sitz im Vereinigten Königreich. Ihre Aktiva machen 166 % des BIP aus – ein Wert, der über demjenigen der USA und der Eurozone liegt.<sup>9</sup>

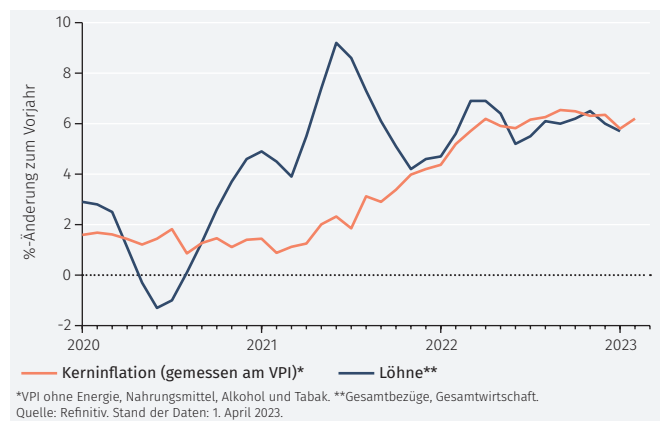
### 15. Bedeutung des Finanzsektors



## Inflation vorerst noch hartnäckig ...

Die jüngste Hartnäckigkeit der Inflation gibt Anlass zur Sorge. Die Kerninflation und die Lohnerhöhungen liegen derzeit bei rund 6 % (siehe Abb. 16) und erinnern an die Lohn-Preis-Spirale der 1970er-Jahre. Die Ermahnungen des Gouverneurs der Bank of England an die Adresse der Arbeitnehmer, keine übermässigen Lohnerhöhungen zu verlangen, und an die Unternehmen, die höheren Kosten nicht abzuwälzen, scheinen im Widerspruch zur aktuellen Stimmung zu stehen. Ausserdem wurde die Prognose der Bank vom November 2022, wonach eine zweijährige Rezession bevorsteht, inzwischen revidiert. Weder die Bank of England noch das Office for Budget Responsibility geht derzeit von einer Rezession aus.

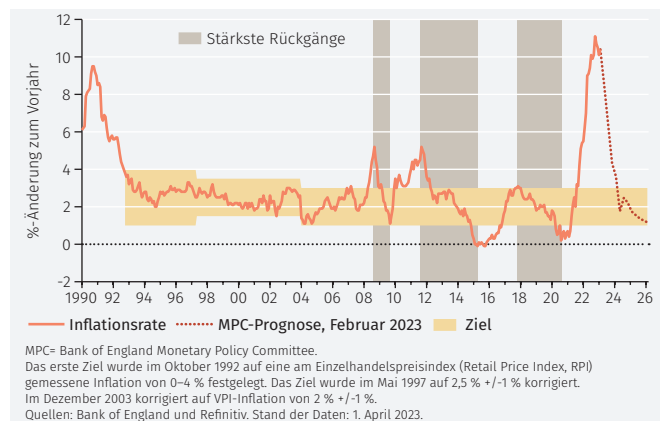
### 16. Britische Inflation: immer noch hartnäckig



## ... doch wird ein rapider Rückgang vorausgesagt

Die Glaubwürdigkeit der Prognosen der Bank könnte natürlich schnell wiederhergestellt werden. Gemäss den Prognosen der Bank of England wird die Inflation ab Anfang Sommer rapide sinken und im zweiten Quartal 2024 wieder auf ihrem Zielniveau liegen (siehe Abb. 17). Das wäre eine sehr begrüssenswerte Entwicklung.

### 17. Britisches Inflationsziel



<sup>9</sup> Sowohl in den USA als auch in der Eurozone gibt es 8 G-SIB mit Aktiva im Umfang von rund 14 Billionen US-Dollar, was 56 % bzw. 104 % des BIP entspricht.

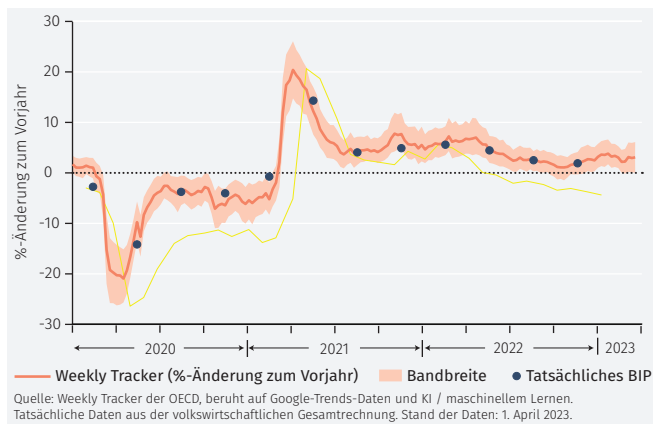
# EUROZONE

Die Eurozone ist bisher von einer Rezession verschont geblieben, doch die Sorgen um den Bankensektor trüben die Aussichten für den Rest des Jahres. Die Zinsen der EZB entsprechen nun den Inflationserwartungen.

## Wachstum Anfang 2023

Das BIP-Wachstum in der Eurozone hat in den ersten Monaten des Jahres 2023 etwas angezogen und bleibt positiv. Dies geht aus dem jüngsten wöchentlichen Tracker für die Konjunktur in den OECD-Volkswirtschaften hervor (siehe Abb. 18). Die weithin erwartete Rezession konnte – zumindest bisher – vermieden werden. Am stärksten war das Wachstum in Irland, einem Land, das in der Regel besser abschneidet als der Rest der Eurozone. Auch die Niederlande und die baltischen Staaten hielten sich gut (Abb. 19). Frankreich hingegen blieb zurück. Dort wird die Konjunktur aufgrund der Proteste gegen die Rentenreform Ende März belastet.

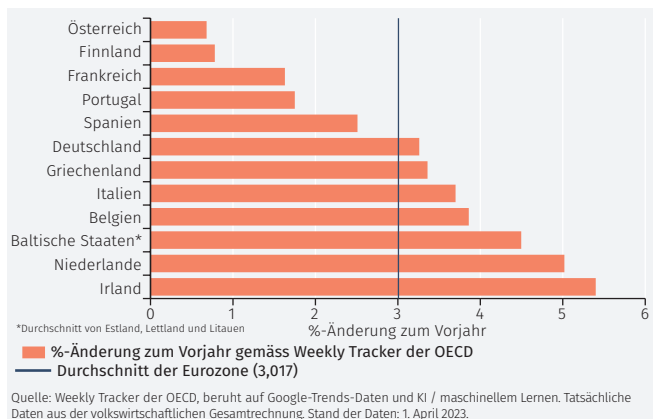
### 18. Wöchentliches BIP der Eurozone



## Französische Reformen und der Bankensektor

Jean-Claude Junckers Kommentar zu Wirtschaftsreformen ist in diesem Zusammenhang sehr treffend: «Wir alle wissen, was zu tun ist, aber wir wissen nicht, wie wir danach wiedergewählt werden sollen.» Eine Rentenreform – aktuell die Anhebung des Mindestrentenalters von 62 auf 64 Jahre – wurde bereits versucht. Der Anlauf von 1995 wurde nach breiten Protesten aufgegeben. Die Proteste der Gelbwestenbewegung im Jahr 2018 verhinderten eine Erhöhung der Mineralölsteuer. Gemessen an der Höhe der Staatsausgaben besteht jedoch

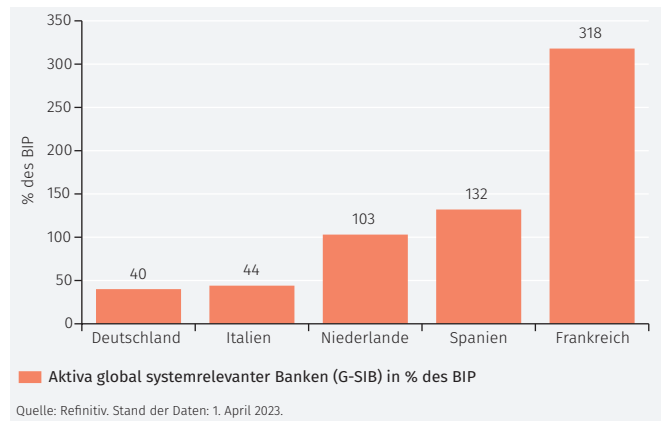
### 19. BIP-Wachstum der Mitglieder der Eurozone



nach wie vor klarer Strukturreformbedarf. Diese lagen im Jahr 2022 bei 58 % des BIP und damit 9 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der Eurozone.

Eine weitere Sorge betrifft das Bankensystem. In Frankreich gibt es vier G-SIB, deren Aktiva mehr als 300 % des französischen BIP ausmachen (siehe Abb. 20). Das ist weit mehr als in anderen Volkswirtschaften der Eurozone und liegt deutlich über dem Wert im Vereinigten Königreich.

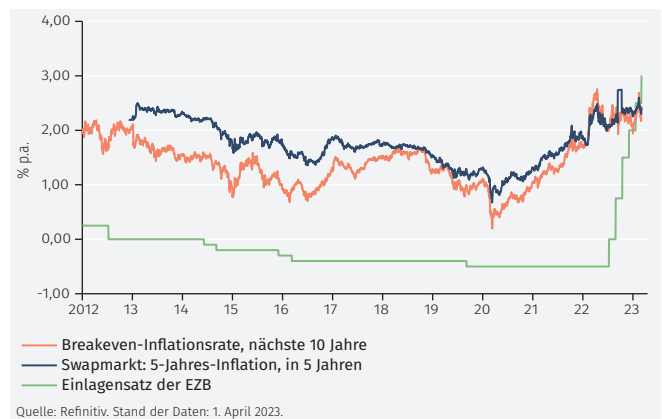
### 20. Eurozone: Aktiva der G-SIB



## Angleichung der EZB-Zinsen an die Inflationserwartungen

Nachdem die EZB im März die Zinsen um 0,5 % angehoben hatte, erklärte Präsidentin Lagarde, dass die Inflation voraussichtlich zu lange auf einem zu hohen Niveau bleiben werde und dass der EZB-Rat wisse, dass bei den Zinserhöhungen noch einiges zu tun bleibe. An den Finanzmärkten wird mit zwei weiteren Erhöhungen um jeweils 25 Basispunkte gerechnet, wobei die Zinsen im dritten Quartal 2023 ihren Höchststand erreichen dürften. Damit würden die Zinsen höchstwahrscheinlich über den mittelfristigen Inflationserwartungen zu liegen kommen (siehe Abb. 21) und in diesem Sinne angemessen erscheinen.

### 21. EZB-Leitzins und Inflationserwartungen für die Eurozone



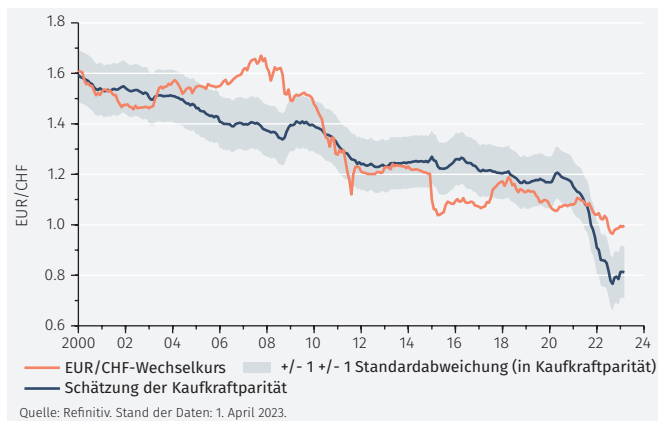
# SCHWEIZ

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hob ihren Leitzins auf 1,5 % an und eine weitere Erhöhung ist nicht ausgeschlossen. Der Hauptgrund ist die Sorge um die zugrunde liegende Inflationsentwicklung.

## Inflation und Leitzins

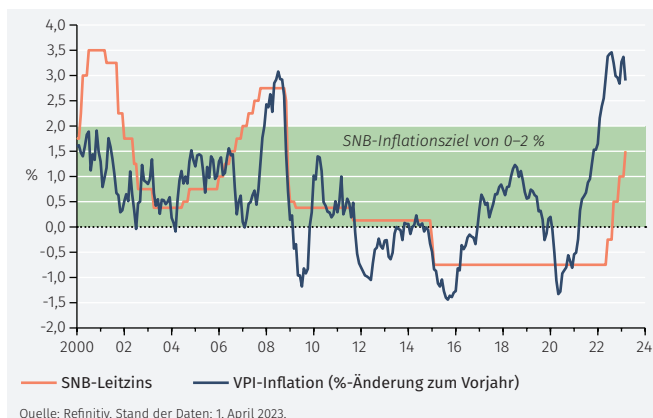
Die SNB hob die Zinsen im März um 0,50 % auf 1,50 % an und erklärte, dass weitere Zinserhöhungen nicht auszuschliessen sind. Die Zentralbank verkaufte im letzten Quartal 2022 27 Mrd. Franken an Währungsreserven, um den Schweizer Franken zu stützen (dessen Wechselkurs immer noch unter dem kaufkraftparitätischen Kurs liegt, siehe Abb. 22) und damit die importierte Inflation zu begrenzen. Dennoch ist mit einer weiteren Zinserhöhung (höchstwahrscheinlich um 0,25 %) im Juni zu rechnen.

### 22. EUR/CHF-Wechselkurs und kaufkraftparitätischer Kurs



Gemäss den Futures-Kontrakten wird der Leitzins der SNB seinen Höchststand bei etwa 2 % erreichen (was auf eine weitere Zinserhöhung um 0,25 % im September hindeutet). In der schärferen Gangart der SNB spiegelt sich die Aufwärtskorrektur ihrer bedingten Inflationsprognose wider, wonach die Inflation bis Ende 2025 über dem Zielkorridor von 0–2 % verharrt (siehe Abb. 23) – im März 2023 lag die Inflation bei 2,9 %. Die Zentralbank hielt fest, dass die Preiserhöhungen inzwischen «auf breiter Basis» stattfinden, wobei das Risiko bestehe, dass sich die derzeit erhöhte Inflation in den Erwartungen des privaten Sektors verfestigt.

### 23. Schweizer Inflation und SNB-Leitzins



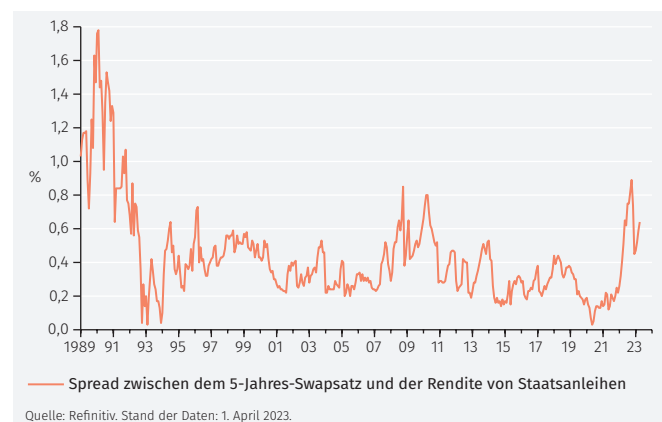
Was die Aussichten betrifft, so räumte die Nationalbank ein, dass die jüngsten Entwicklungen im Finanzsektor die Unsicherheit erhöht haben. Das Vertrauen der Zentralbank in die bedingte Inflationsprognose ist heute wahrscheinlich geringer als üblich und ein Abwärtsszenario, bei dem sich die Konjunktur stark verlangsamt und die Inflation rasch wieder auf den Zielwert sinkt, ist nicht auszuschliessen.

## Trennung von Währungs- und Finanzstabilität

Vorerst trennt die SNB die Inflationsbekämpfung von Fragen im Zusammenhang mit der Finanzstabilität. Was diese betrifft, so stellt die Zentralbank dem Finanzsystem reichlich Liquidität zur Verfügung. Die Finanzierungsbedingungen für den Nichtfinanzsektor haben sich jedoch verschärft, was auf die gestiegenen Finanzierungskosten der Banken infolge der Turbulenzen im Finanzsektor zurückzuführen ist.

Der Spread zwischen dem mittelfristigen Interbank-Swapsatz und der Rendite von Schweizer Staatsanleihen ist auf das zuletzt während der globalen Finanzkrise beobachtete Niveau angestiegen (siehe Abb. 24), worin die erneute Besorgnis über das Kontrahentenrisiko zum Ausdruck kommt.

### 24. Zunehmende Besorgnis über den Bankensektor



## Ist der Status der Schweiz als sicherer Hafen in Gefahr?

Einige Kommentatoren sind der Meinung, dass die Schweiz wegen der Probleme der Credit Suisse und aufgrund von deren Übernahme durch die UBS ihre Attraktivität als sicherer Hafen verloren hat. Ähnliche Befürchtungen waren auch während der globalen Finanzkrise weit verbreitet, erwiesen sich jedoch als zu pessimistisch. Damals wie heute haben die Schweizer Behörden schnell reagiert und die Finanzstabilität gewahrt, ohne dass den Einlegern und Kunden ein Schaden entstanden ist.

Die Schweiz wird unserer Meinung nach ihren Status als sicherer Hafen auch nach dem jüngsten Sturm behalten.



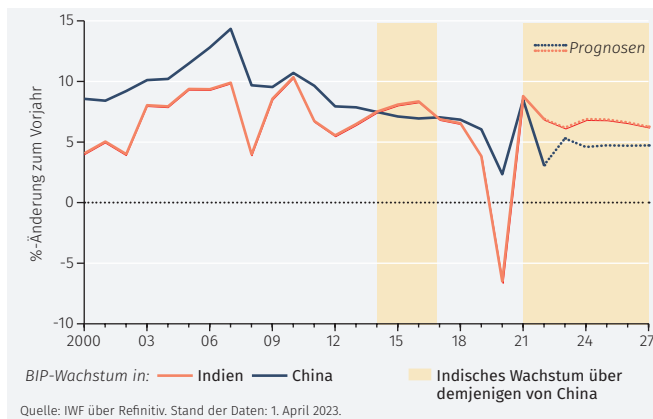
# ASIEN

Die Wirtschaftstätigkeit in Asien ist eng an das Kreditwachstum gekoppelt. Oft stellt sich dabei ein Boom-Bust-Zyklus ein. Die Lösung der Probleme Chinas könnte einige Zeit in Anspruch nehmen, aber Indien scheint besser aufgestellt zu sein.

## Indien vs. China

China und Indien sind beides sehr bevölkerungsreiche Länder, die seit einiger Zeit schnell wachsen. Das indische Wachstum hinkte seit dem Jahr 2000 in der Regel dem chinesischen Wachstum nach und übertraf es nur zwischen 2014 und 2016 für kurze Zeit geringfügig. Nach den jüngsten Prognosen des IWF dürfte sich dies jedoch ändern: Indien sollte in den nächsten fünf Jahren in puncto Wachstum die Nase vorn haben (siehe Abb. 25). Das erscheint uns vernünftig. Die demografischen Gegebenheiten sprechen nämlich für Indien – die Bevölkerung wächst und ist jünger als in China, die Investitionsausgaben des öffentlichen Sektors sind hoch und der indische Banken- und Immobiliensektor ist heute viel stärker als in der Vergangenheit.

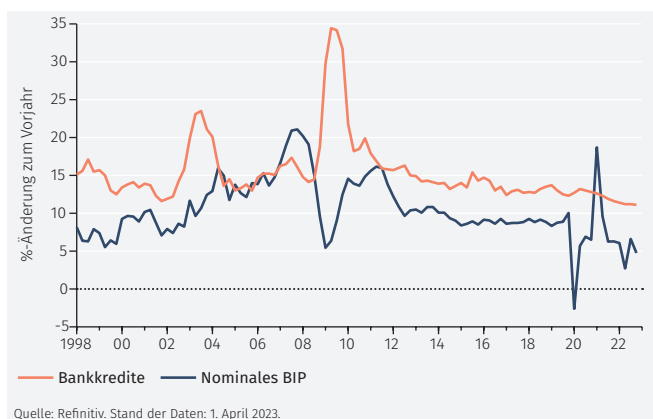
### 25. Indien vs. China



## Kreditwachstum und der Immobiliensektor

Seit einiger Zeit ist das nominale Wachstum der chinesischen Wirtschaft eng an das Kreditwachstum gekoppelt (siehe Abb. 26). Dies ist ein Phänomen, das an allen asiatischen Märkten zu beobachten ist. Zuweilen war das Kreditwachstum jedoch überzogen. Es war eine wichtige Ursache für die Überhitzung des Immobiliensektors und für die sich daraus ergebenden Probleme. Unseres Erachtens wird es noch einige Zeit dauern, bis diese gelöst sind. Wie immer bei chinesischen Indikatoren ist die Situation etwas undurchsichtig: So sind

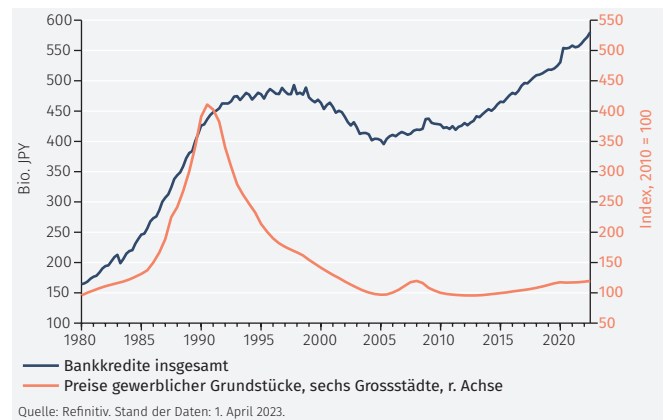
### 26. China: Bankkredite und BIP



beispielsweise die Immobilienverkäufe zurückgegangen, aber die Preise haben sich gehalten, wobei die Grundstücksverkäufe durch die lokalen Behörden eine wichtige Rolle spielen. Im Vergleich dazu zeichnet sich der indische Immobiliensektor derzeit durch starke Grundstücksverkäufe und steigende Preise aus und der Bankensektor ist in der Lage, Kredite zu vergeben.

Es ist zu hoffen, dass die Korrektur in China nach dem durch Kredite angeheizten Wachstum des Immobiliensektors nicht so lange dauert wie in Japan. Dort dauerte es mehrere Jahrzehnte, bis die Folgen des Booms der 1980er-Jahre bei Bankkrediten und Grundstückspreisen überwunden waren (siehe Abb. 27).

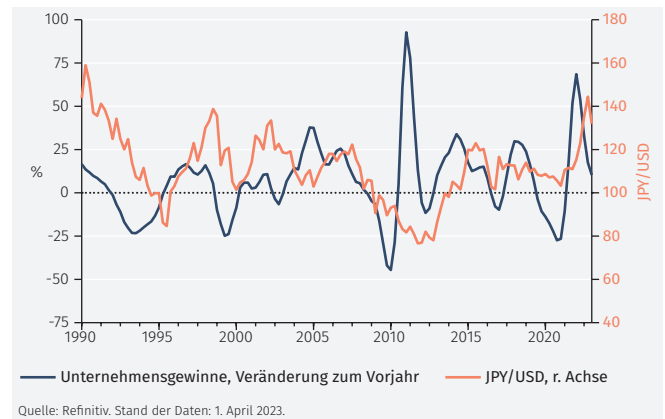
### 27. Japan: Bankkreditvergabe und Grundstückspreise



## Japan: Yen und Unternehmensgewinne

Der Unternehmenssektor in Japan hat sich mittlerweile erholt. Die starken Unternehmensgewinne bleiben auch 2023 ein wichtiges Thema und wir glauben, dass die verzögerten Auswirkungen der Yen-Schwäche im Jahr 2022 die Unternehmensgewinne zusätzlich stützen werden (siehe Abb. 28).

### 28. Japan: Unternehmensgewinne und der Yen



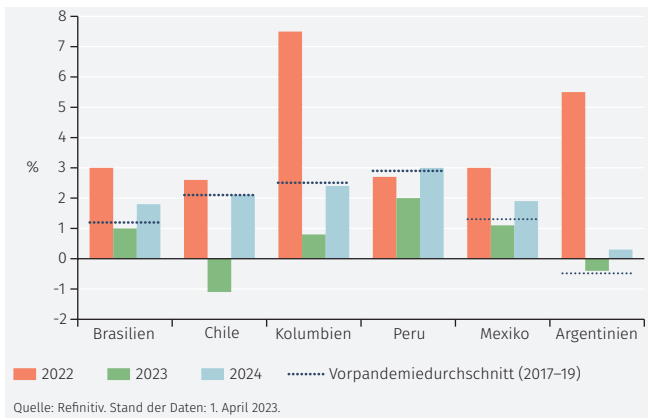
# LATEINAMERIKA

Kurzfristige Probleme – schwächeres Wachstum und hohe Inflation – setzen die lateinamerikanischen Volkswirtschaften unter Druck. Die entscheidende Frage ist, ob die Bewältigung dieser Probleme die längerfristigen Reformen gefährdet.

## Kurzfristige Probleme

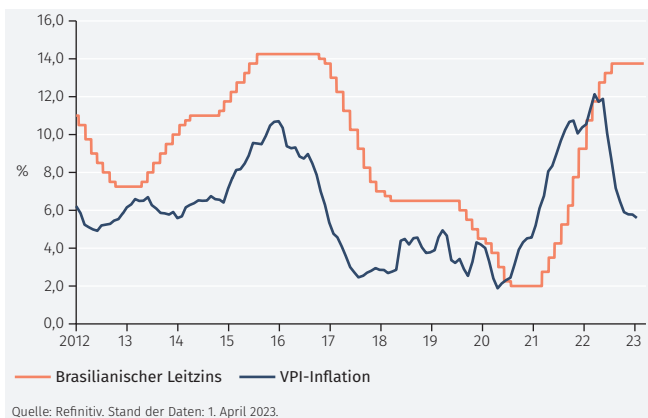
Die meisten Volkswirtschaften Lateinamerikas werden 2023 ein schwächeres Wachstum verzeichnen als 2022 und in der Zeit vor Covid (siehe Abb. 29).

### 29. Lateinamerika: BIP-Wachstumspfad



Die zwei wichtigsten hemmenden Einflüsse sind höhere Zinsen und potenziell niedrigere Rohstoffpreise. In Brasilien wurde der Leitzins im August 2022 auf 13,75 % angehoben und seither auf diesem Niveau belassen (siehe Abb. 30). Die Inflation liegt über dem Ziel der Zentralbank, wenn auch nicht so deutlich wie in den meisten Industrieländern: Im Februar lag sie gegenüber dem Vorjahr bei 5,6 % – dies bei einem Inflationsziel von 3,25 %. Die Zentralbank steht unter einem gewissen Druck, das Inflationsziel anzuheben. Dadurch würde sich die Dringlichkeit, die Zinsen so hoch zu halten, verringern. Präsident Lula bezeichnete die hohen Realzinsen als nicht gerechtfertigt.

### 30. Brasilien: Inflation und Leitzins



In den hohen Realzinsen kommt indes die Risikoprämie für brasilianische Vermögenswerte zum Ausdruck. Diese wurde aufgrund von Bedenken über die Ausrichtung der Fiskalpolitik in die Höhe getrieben. Noch bevor die Amtszeit von Präsident Lula am 1. Januar begann, wurde vom Kongress eine einjährige

Aussetzung der Ausgabenbremse (die den Anstieg der Ausgaben und somit die Inflation begrenzt) genehmigt. Die Ausgabenbremse war bereits während der Covid-Pandemie sistiert worden. Es gibt also Bedenken, dass die Staatsausgaben nicht mehr so streng kontrolliert werden. Zugegebenermaßen ging die Staatsverschuldung in den ersten beiden Amtszeiten Lulas unter dem günstigen Einfluss der gestiegenen Rohstoffpreise zurück (siehe Abb. 30). Nach den Prognosen des IWF wird sich dies wohl nicht wiederholen, aber ein höheres nominales Wirtschaftswachstum wird zu einem Rückgang der Verschuldungsquote führen.

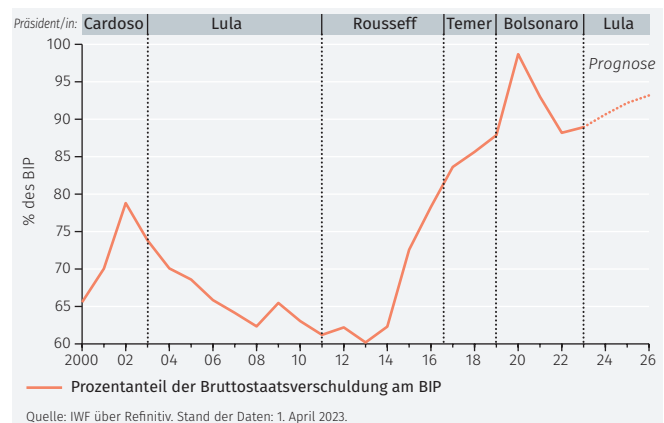
## Soja- und Malbec-Dollar und Peso

In Argentinien haben strenge Kapitalverkehrskontrollen und der Druck auf den Agrarsektor, der in letzter Zeit durch die Dürre noch verschärft wurde, zur Einführung eines Parallelwechsellurses geführt. Der «Soja-Dollar» und der «Malbec-Dollar» bieten den Exporteuren dieser Produkte günstigere Wechselkurse. Solche dualen Wechselkurse führen jedoch zu Verzerrungen, da sie die relativen Preise in einer Volkswirtschaft manipulieren und bestimmte Sektoren begünstigen. Die Abschaffung der dualen Wechselkurse führt im Allgemeinen zu einer effizienteren Ressourcenallokation.<sup>10</sup> Angesichts der Parlamentswahlen im Jahr 2023 ist mit Änderungen in naher Zukunft jedoch nicht zu rechnen.

## Langfristige Chancen

Lateinamerika birgt mit seinem Ressourcenreichtum natürlich ein enormes Potenzial. Zudem kann dieses Potenzial genutzt werden, um den Anforderungen der modernen globalen Wirtschaft gerecht zu werden. Präsident Lula nahm zwei Wochen nach seiner Wahl am Klimagipfel COP27 teil und Umweltschutzfragen stehen ganz oben auf der Agenda seiner Regierung. Argentinien verfügt über enorme Möglichkeiten, den Tourismus (insbesondere den Ökotourismus) in der Zeit nach Covid auszubauen. Die Diskussion über eine mögliche Währungsunion zwischen Brasilien und Argentinien ist zwar ehrgeizig, spiegelt aber einen neuen Geist der Zusammenarbeit zwischen diesen beiden Volkswirtschaften wider. Längerfristige Chancen versanden jedoch häufig, weil kurzfristig Notlösungen gefunden werden müssen.

### 31. Brasilien: Stabilisierung der Schuldenlast?



<sup>10</sup> Siehe <https://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/what-countries-need-consider-when-dual-exchange-rates-are-problem>

---

## SONDERSCHWERPUNKT: GLOBALE ZWIETRACHT

---

*Global Discord*, (deutsche Üb. «Globale Zwietracht»), der Titel von Paul Tuckers neuem Buch, war das Leitmotiv seiner Präsentation für EFG in Zürich am 8. März. Das Thema passt sicherlich zu den aktuellen Entwicklungen in der Welt.

### Institutionen der Zusammenarbeit

Globale Kooperationsmodelle hängen von den zugrunde liegenden politischen Kulturen und den gemeinsamen Normen der wichtigsten beteiligten Staaten ab. In der Nachkriegszeit waren die internationale Politik und ihre Institutionen auf eine friedliche Koexistenz ausgerichtet. Die Institutionen der Zusammenarbeit, wie der IWF, die Weltbank und die Welthandelsorganisation (ehemals GATT), wurden in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg geschaffen.

Im späten zwanzigsten Jahrhundert hatten diese Institutionen eine liberale amerikanische Grundausrichtung. Seitdem Staaten mit anderen Normen – vor allem China – im einundzwanzigsten Jahrhundert an Bedeutung gewonnen haben, wird diese Ausrichtung infrage gestellt. Der Konflikt zwischen China und dem Westen ist nach Ansicht von Paul Tucker ideologischer Natur. Es ist unrealistisch zu glauben, dass sich die Philosophie der Kommunistischen Partei Chinas (KPCh) infolge des wirtschaftlichen Erfolgs und der stärkeren Integration Chinas in die restliche Welt grundlegend ändern wird.

### Vier Szenarien

Paul Tucker sieht vier Szenarien für die Zukunft der internationalen Ordnung:

1. einen anhaltenden Status quo;
2. einen Kampf der Supermächte;
3. einen neuen kalten Krieg;
4. eine neue Weltordnung.

Ursprünglich, als er das Buch schrieb (zwischen 2018 und 2021), ging Paul Tucker davon aus, dass wir uns zwischen den Szenarien 1 und 2 befinden – einem anhaltenden Status quo und einem Kampf der Supermächte (vor allem zwischen den USA und China). Nach der russischen Invasion der Ukraine sieht er uns zwischen den Szenarien 2 und 3.

Paul Tucker rechnet damit, dass die Spannungen zwischen China und dem Westen noch lange anhalten werden. Bei der Suche nach der nächstliegenden historischen Parallele für diese Situation stösst er auf das «lange achtzehnte Jahrhundert» von 1689 bis 1815. Diese Zeit war geprägt von anhaltenden Spannungen und Krieg zwischen Grossbritannien und Frankreich, den beiden damals dominierenden Weltmächten. Danach wurde mit dem «Europäischen Konzert der Grossmächte» ein neues Modell der internationalen Zusammenarbeit geschaffen.

Eine weitere Parallele, die oft gezogen wird, wenn man versucht, die gegenwärtigen Spannungen zu verstehen, ist die Thukydides-Falle: die Unvermeidlichkeit eines Krieges, wenn eine aufstrebende Macht eine bestehende Macht herausfordert. Im Peloponnesischen Krieg, den Thukydides beschreibt, forderte die aufstrebende Macht Athen die bestehende Macht Sparta heraus. Arbeiten von Graham Allison<sup>11</sup> haben ergeben, dass diese Voraussetzungen in den letzten 500 Jahren sechzehn Mal gegeben waren und in zwölf dieser Fälle ein Krieg ausgebrochen ist.

Die globale Interdependenz und die Abhängigkeit der westlichen Volkswirtschaften von Lieferungen aus oft weit entfernten Ländern (insbesondere China für persönliche Schutzausrüstung und Indien für Arzneimittel) wurden insbesondere während der Covid-19-Pandemie deutlich. Der Ukrainekrieg hat ein Schlaglicht auf die Abhängigkeit Westeuropas von russischem Gas geworfen.

Dies sind Anzeichen dafür, dass die wichtigsten Voraussetzungen für Paul Tuckers zweites und drittes Szenario (ein Kampf der Supermächte und ein neuer kalter Krieg) bereits gegeben sind.

### Drei Theorien der internationalen Beziehungen

Paul Tucker befasst sich mit den drei wichtigsten Theorien der internationalen Beziehungen. Diese basieren auf den Arbeiten von Hobbes, der den Schwerpunkt auf die Macht legt, von Kant, der die Bedeutung von Normen und Werten hervorhebt, und von Grotius, der den Fokus auf Institutionen und Interdependenz legt.

Für sich genommen reichen diese drei Theorien nicht aus, um die aktuelle Situation zu verstehen. Paul Tucker ist der Ansicht, dass die Arbeiten von David Hume und Bernard Williams, welche Fragen der Macht, der Werte und der Interdependenz einbeziehen, einen besseren Einblick bieten.

Er ging der Frage nach, ob der Kampf der Supermächte – zwischen China und den USA, aber auch dem Westen<sup>12</sup> im Allgemeinen – möglicherweise übertrieben ist. Könnte es sein, dass die wirtschaftliche Integration Chinas in die Weltwirtschaft – und der unbestrittene Erfolg des Landes bei der Schaffung von wirtschaftlichem Wohlstand – dazu führt, dass China «westlicher» wird? Paul Tucker ist skeptisch. Er verweist auf die sieben «Nein» der Volksrepublik China (in Dokument 9 von 2013), also «Nein» zur Förderung der konstitutionellen Demokratie, der Zivilgesellschaft und der Individualrechte, des Neoliberalismus (totale Vermarktlichung), westlicher Vorstellungen von Pressefreiheit und jeglicher Infragestellung des «Sozialismus mit chinesischer Prägung».

Die internationalen Organisationen der Zusammenarbeit eignen sich nicht für den Umgang mit Chinas aufsteigender Macht. Im Jahr 2013 entschied die WTO über eine Beschwerde der USA gegen China, wonach die staatlichen Subventionen für Exporteure nach den WTO-Regeln nicht zulässig seien. Diese Subventionen erfolgten über Chinas staatliche Unternehmen, die nach Ansicht der WTO keine staatlichen Einrichtungen sind – eine Entscheidung, die Paul Tucker als lächerlich bezeichnet. Da jedes WTO-Mitglied ein Veto einlegen kann, ist eine Lösung unter diesen Umständen schwer zu erreichen. Die wahrscheinlichste künftige Entwicklung ist, dass sich verschiedene konzentrische Kreise internationaler Beziehungen bilden, die auf Werten, Geografie und Geschichte beruhen. Die Tatsache, dass das Vereinigte Königreich der Transpazifischen Partnerschaft (Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership, CPTPP) beitrifft, der elf Pazifikstaaten angehören (Australien, Brunei, Kanada, Chile, Japan, Malaysia, Mexiko, Neuseeland, Peru, Singapur und Vietnam), ist ein Beweis dafür, dass die neuen Vereinbarungen Überraschungspotenzial bergen.

<sup>11</sup> Graham Allison, «Destined for War: Can America and China escape Thucydides's Trap?» (2017)

<sup>12</sup> Der «Westen» umfasst alle Staaten, die nach dem Prinzip der Rechtsstaatlichkeit und einer Form der repräsentativen Regierung funktionieren. Nach Paul Tucker gehören auch Japan, Südkorea und Indien dazu.

## 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 7389746. Eintragungssitz: 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. Eintragungssitz: 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. Eintragungssitz: 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. Eintragungssitz: 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. Eintragungssitz: 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 HE408062 gegründete Investmentgesellschaft. Eintragungssitz: 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. Eintragungssitz: EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 7th Floor PO Box 507245 - Dubai, UAE.

**Griechenland:** EFG Bank (Luxembourg) SA, Athens Branch, ist eine nicht buchungspflichtige Niederlassung der EFG Bank (Luxembourg) SA, die aufgrund einer von der Luxemburger Finanzaufsichtsbehörde «CSSF» erteilten Lizenz berechtigt ist, die Produkte und Dienstleistungen der EFG Bank (Luxembourg) SA auf der Grundlage der EU-Niederlassungsfreiheit zu vertreiben. Eintragungssitz: 342 Kifisias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str. - 154 51 N. Psychiko, General Commercial Registry no. 143057760001.

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

**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. Eintragungssitz: 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 für Industry and Commerce registriert. Eintragungssitz unter der Nummer: 310000500424509. Eintragungssitz: 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) SA - Sucursal em Portugal ist eine Zweigniederlassung der EFG Bank (Luxembourg) SA, 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. Eintragungssitz: Avenida da Liberdade N° 131 - 6° Dto. - 1250 - 140 Lissabon.

**Singapur:** Die Niederlassung in Singapur (UEN-Nummer: T03FC63711) 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 Verwahrungsdienstleistungen als Exempt Capital Markets Services Entity im Sinne des Securities and Futures Act 2001 und Erbringung von Finanzberatungsdienstleistungen 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 Anlagen. 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 Trennungsrichtlinien 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. Eintragungssitz: 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. Eintragungssitz: 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:** EFG Private Bank Limited. Wenn Sie dieses Dokument von der EFG Private Bank Limited erhalten, liegt dies daran, dass Sie einen Beratungsvertrag mit der EFG Private Bank Limited haben und diese das/die in diesem Dokument erwähnte(n) Produkt(e) als für Sie geeignet eingestuft hat. Dieses Dokument wurde von der EFG Private Bank Limited genehmigt und wird Ihnen von der EFG Private Bank Limited ausgehändigt. 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. Die EFG Private Bank Limited ist Mitglied der London Stock Exchange. Eintragungssitz unter der Nummer 2321802. Eintragungssitz: 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. Eintragungssitz: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor - FL 33131 Miami.