

UBS House View

Monthly Letter

21. März 2019

Chief Investment Office GWM
Anlageresearch

Sind Defizite von Bedeutung?

Nach der modernen Geldtheorie («Modern Monetary Theory» – MMT) stellen höhere Defizite und das Drucken von Geld zu deren Finanzierung möglicherweise kein Problem dar. Diese Ansicht beeinflusst derzeit die politische Debatte in den USA und anderen Ländern.

Befürchtungen hinsichtlich der MMT

Kritiker befürchten, dass die MMT praxisfern ist und zu Inflation, höheren Zinssätzen und einem schwächeren Wachstum führen würde.

Neues Paradigma?

MMT hin oder her, die fiskalische Expansion steht wieder auf der politischen Agenda und wir müssen dies beim Aufbau eines Portfolios berücksichtigen.

Vermögensallokation

Wir bleiben risikofreundlich ausgerichtet. Allerdings haben wir unser Aktienengagement reduziert und unsere Verlustabsicherung verstärkt, indem wir den Ausübungskurs unserer Put-Option auf den S&P 500 nach oben korrigiert haben.



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

 **Folgen Sie mir auf LinkedIn**
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)

 **Folgen Sie mir auf Twitter**
twitter.com/UBS_CIO

Die Debatte um die moderne Geldtheorie

«Begun, the MMT Wars Have» – Der MMT-Krieg hat begonnen. So lautete Anfang dieses Monats der Titel eines Kommentars auf der Website von Bloomberg. Eine Debatte über eine Wirtschaftstheorie im Stile Yodas mit dem galaktischen Konflikt aus Star Wars zu vergleichen, mag seltsamer anmuten als Science-Fiction. Doch die Debatte um die moderne Geldtheorie («Modern Monetary Theory» – MMT) ist auch für Ihr Portfolio von Belang.

Die Anhänger der MMT glauben, dass ein Staat, der seine eigene Währung druckt, nicht wie Sie und ich bankrottgehen kann und darüber hinaus keine Steuern erheben oder erhöhen und noch nicht einmal Kredite aufnehmen muss, um seine Ausgaben zu finanzieren. Wenn der Staat mehr ausgeben will, könne er einfach mehr «Geld» drucken. In diesem Zusammenhang seien Haushaltsdefizite kein Anzeichen für zu hohe Ausgaben – anders als die Inflation. Ein höheres Haushaltsdefizit sei daher solange unbedeutend, bis die verfügbaren Ressourcen der Volkswirtschaft verbraucht sind und die Inflation steigt.

Einige Bewerber um eine Nominierung als Kandidat der Demokraten für die Präsidentschaftswahl stellen sich hinter das MMT-Konzept der «Jobgarantie», einem vom Bund finanzierten staatlichen Beschäftigungsprogramm. Die Demokratin Alexandria Ocasio-Cortez hat im Zusammenhang mit der Finanzierung des umstrittenen Vorschlags eines Green New Deal auf die MMT Bezug genommen.

Doch die Debatte um die MMT findet nicht nur innerhalb der politischen Linken statt: So hat sich Präsident Donald Trump kritisch dazu geäußert, wie die US-Notenbank Fed die Geldpolitik gestraft hat. Zudem verfolgt die Regierung Trump auch eine Politik, die zu einem Haushaltsdefizit geführt hat, das für eine Volkswirtschaft in Friedenszeiten, in der beinahe Vollbeschäftigung herrscht, hoch ist. Larry Kudlow, Präsident Trumps Wirtschaftsberater, erwähnte diesen Monat: «Ich glaube nicht, dass eine gute Wachstumspolitik unbedingt peinlich genau auf das Haushaltsdefizit achten muss.»

Die Debatte über die Defizitfinanzierung wird in aller Welt geführt. Im letzten Monat sprach sich der frühere stellvertretende Gouverneur der Bank of Japan Kikuo Iwata, einer der Architekten des japanischen QQE-Programms, dafür aus, die Staatsausgaben dauerhaft durch von der BoJ gedrucktes Geld zu stärken. In diesem Jahr wird die Fiskalpolitik in der Eurozone erstmals seit zehn Jahren wieder gelockert, wenn auch nur moderat. Dieser Wunsch, zu einer expansiveren Fiskalpolitik zu wechseln, war der Auslöser für Italiens Haushaltsstreit mit der EU und schwingt auch bei den Protesten der Gelbwesten in Frankreich mit.

Allerdings haben namhafte Persönlichkeiten die MMT öffentlich als eine gefährliche Idee kritisiert. Der CEO von BlackRock, Larry Fink, beschreibt sie als «Schrott», und der ehemalige US-Finanzminister Larry Summers bezeichnete sie als «trägerisch». Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell sagte, die Idee sei «schlicht falsch». Der vielleicht beste Kommentar stammt von dem Ökonomen Shamik Dhar, der meint, dass sie weder modern noch Monetarismus noch eine Theorie sei.

Ungeachtet des Nutzens der MMT oder anderer Theorien steht fest, dass Ihr Portfolio bereits einer Vielzahl von verschiedenen Experimenten rund um das Verhältnis zwischen Defizitfinanzierung, Inflation und Wirtschaftswachstum ausgesetzt ist. In diesem *Monthly Letter* untersuchen wir näher, wie sich die politische Debatte entwickelt, um neue ökonomische Realitäten zu berücksichtigen, und betrachten, welche Auswirkungen dies auf Anlageportfolios hat.

In diesem Monat bleiben wir in unserer taktischen Vermögensallokation mit einer übergewichteten Position in Schwellenländer-Staatsanleihen in USD und einigen Relative-Value-Trades risikofreundlich ausgerichtet. Unser Aktienengagement haben wir jedoch reduziert: Was unseren taktischen Zeithorizont anbelangt, haben wir an dem kräftigen Anstieg der Aktienmärkte seit Ende letzten Jahres partizipiert und haben entschieden, angesichts des Risiko-Rendite-Verhältnisses einen Teil der Gewinne mitzunehmen. Nach den jüngsten Kursgewinnen scheinen die Märkte ein «Goldilocks»-Szenario zu eskomptieren, das sich durch keine Rezession, eine niedrige Inflation und keine Zinserhöhungen auszeichnet. Auf den aktuellen Niveaus warten wir zunächst eine weitere Bestätigung ab, dass sich das Wachstum und die Inflation stabilisiert haben, bevor wir das Risiko erhöhen. Angesichts der geringen Volatilität, die das «Goldilocks»-Szenario kennzeichnet, haben wir auch unsere Verlustabsicherung angepasst und den Ausübungskurs unseres Put auf den S&P 500 nach oben korrigiert.

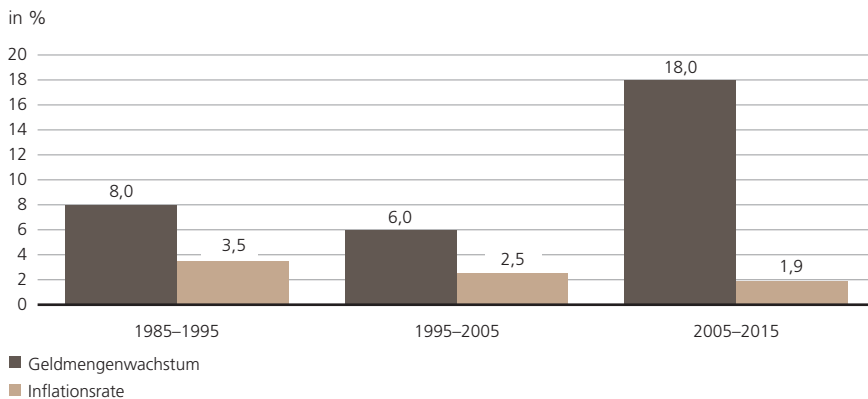
Es war einmal in einer weit, weit entfernten Galaxis...

... als orthodoxe Ökonomen vor der globalen Finanzkrise behaupteten, sie könnten einen Zusammenhang zwischen dem Drucken von zu viel Geld und der Inflation erkennen. Es gab offensichtliche Beispiele, die in Extremfällen zu einer Hyperinflation wie in der Weimarer Republik, in Simbabwe oder zuletzt in Venezuela führten. Doch dieser Zusammenhang schien – selbst wenn man nicht an die von den Monetaristen behauptete Kausalität glaubte – auch unter normalen Umständen zu bestehen. So wuchs zum Beispiel die Geldmenge in den USA von 1985 bis 1995 um jährlich 8% und im darauffolgenden Jahrzehnt nur noch um 6%. Dieses abnehmende Geldmengenwachstum ging mit einer Verlangsamung der Inflationsentwicklung einher. Der Konsumentenpreisindex (KPI) stieg von 1985 bis 1995 um 3,5%, in den darauffolgenden zehn Jahren bis 2005 aber nur noch um 2,5% (siehe Abb. 1).

Orthodoxe Ökonomen behaupteten, sie könnten einen Zusammenhang zwischen dem Drucken von zu viel Geld und der Inflation erkennen.

Abbildung 1

Die Korrelation zwischen dem US-Geldmengenwachstum und der Inflation ist zurückgegangen



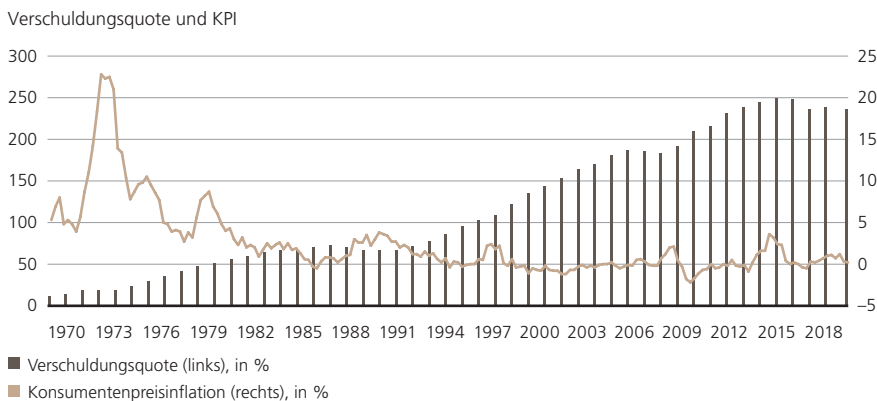
Quelle: Bloomberg, UBS, per 19. März 2019

Doch wie der Harvard-Professor Marty Feldstein anmerkt, bestand ab 2005 kein Zusammenhang mehr zwischen der Geldmenge und der Inflationsrate. Von 2005 bis 2015 lag das jährliche Geldmengenwachstum bei rund 18%, derweil der KPI nur um 1,9% pro Jahr stieg.¹

Japan ist ein weiteres Beispiel, das Zweifel an der orthodoxen ökonomischen Theorie weckt. Die Verschuldungsquote des Landes entspricht 240% des Bruttoinlandprodukts (BIP). Dieser Wert liegt seit einem Jahrzehnt über 200%, und die Bilanzsumme der Bank of Japan ist höher als das BIP des Landes. Dennoch beträgt die Inflation aktuell annualisiert 0,2% (siehe Abb. 2).

Abbildung 2

Die japanische Verschuldung ist weiterhin stark gestiegen, die Inflation ist jedoch verhalten



Quelle: Bloomberg, IWF, UBS, per 21. März 2019

¹ «The Inflation Puzzle», Martin Feldstein, 29. Mai 2015, www.nber.org

Es haben sich neue Theorien entfaltet, die das «Inflationsrätsel» erklären sollen.

Neue Hoffnung ...

Angesichts des Phänomens, das selbst die grössten Anhänger der orthodoxen Geldtheorie als «Inflationsrätsel» bezeichnen mussten, haben sich neue Theorien entfaltet, die das Geschehen erklären sollen. Eine davon ist die MMT. Nachdem Ökonomen, die der etablierten Lehre folgen, jahrzehntelang versucht haben, das Beispiel Japans als eine Ausnahme zu erklären, ist es nur menschlich, wenn mancher hofft, wissenschaftliche Lorbeeren zu verdienen oder die staatliche Politik zu beeinflussen, indem er Japan zur neuen Regel erhebt.

Japans Wirtschaftspolitik im Rahmen der «Abenomics» weist zahlreiche Merkmale der MMT auf, unter anderem die bedeutende Ausweitung der Zentralbankbilanz und die höheren Staatsausgaben – und selbst die Kritiker der MMT hoffen, dass das japanische Experiment hilft, eine Deflation im Land abzuwenden.

Monetäre Finanzierung ist in der Eurozone verboten, doch die Anhänger der MMT sehen Europas Experiment einer relativ strikten Haushaltsdisziplin als gescheitert an. Trotz der Kombination aus den seit fünf Jahren negativen Zinsen und der quantitativen Lockerung (QE) hat Deutschland, das Vorbild an Haushaltsdisziplin schlechthin, im Jahr 2018 einen Rückgang des Wachstums auf ein 5-Jahres-Tief erlebt. Dabei ist die Wirtschaft nur knapp an einer Rezession vorbeigeschrammt. Es gibt einige Vorbehalte: Das Wachstum in Deutschland hat abgenommen, während sich auch das Bevölkerungswachstum verlangsamt hat und das Land verfolgt aktuell schon einen leicht expansiven Kurs. Doch nun bleibt das Wachstum schwach und selbst der Bundesbankpräsident Jens Weidmann, normalerweise eher ein Hardliner, sagt nun, dass im Falle eines negativen Konjunkturschocks eine haushaltspolitische Reaktion notwendig sei.

Das Imperium schlägt zurück ...

Die Staatsverschuldung steigt schneller, und die Zentralbanken sind anscheinend nicht in der Lage, die Inflation über 2% zu treiben. Es ist daher möglich, dass eine Twitter-Meldung wie «Wir sind nun alle MMT'ler.» nicht mehr lange auf sich warten lässt.

Warum sprechen sich also so viele namhafte Ökonomen und Marktteilnehmer gegen die MMT aus?

Das Experiment MMT könnte weit über die Negativzinsen und quantitative Lockerung hinausgehen.

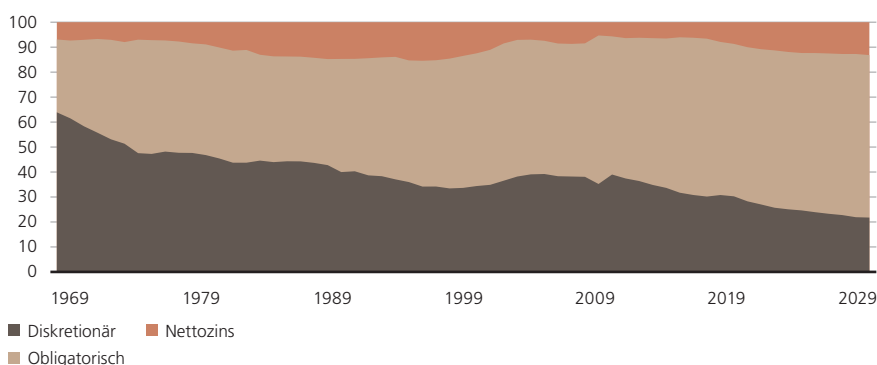
- Erstens werden viele behaupten, dass es diesmal eben nicht anders ist und das Drucken von zu viel Geld letztendlich zu Inflation, höheren Zinssätzen und geringeren Wachstumsraten führen wird. In Japan scheinen die Abenomics zwar dazu beigetragen zu haben, eine Deflationsspirale zu vermeiden, doch kleinere Länder, die im Ausland Kredite aufnehmen, konnten sich dem klassischen Muster nicht entziehen. Die derzeit in Venezuela grassierende Hyperinflation wird häufig als ein Grund genannt, warum eine monetäre Finanzierung von Haushaltsdefiziten zu vermeiden ist. Wenn die USA ihr Defizit weiter erhöhen, so die Kritiker, dann werden sie letzten Endes an einen Wendepunkt gelangen, und das Vertrauen in den US-Dollar wird zerstört.
- Zweitens glauben die Kritiker nicht, dass die MMT umgesetzt werden könnte – selbst wenn allgemein anerkannt wäre, dass sie funktioniert. Denn die MMT sieht zwar vor, dass der Staat in Initiativen investiert, die das künftige Wachstum anregen, jedoch wird in der Praxis der Grossteil der staatlichen Ausgaben beispielsweise für Rentenansprüche und Gesundheitsleistungen verwendet (siehe Abb. 3).

- Drittens würden Massnahmen gemäss MMT letzten Endes bedeuten, dass den Zentralbanken Befugnisse entzogen würden, um ein unbekanntes Experiment durchzuführen, bei dem einer Gruppe von Technokraten, die dafür verantwortlich sind, mithilfe der Fiskalpolitik die Makroökonomie zu steuern, mehr Befugnisse gewährt würden.

Abbildung 3

Die diskretionären Ausgaben spielen eine geringere Rolle

Zusammensetzung der US-Staatsausgaben, einschliesslich der CBO-Prognose, in %



Quelle: US Congressional Budget Office, per 18. März 2019

Kurzum, die Kritiker der MMT befürchten, dass deren Umsetzung zu einer Reihe neuer volkswirtschaftlicher Experimente führen würde, die noch sehr viel weiter gehen als die zuvor unvorstellbare Kombination aus Negativzinsen und massiver quantitativer Lockerung. Die bestehenden Institutionen könnten die Kontrolle über die Schalthebel der Wirtschaftspolitik verlieren und niemand weiss, wie in der neuen Machtkonstellation der Geist wieder zurück in die Flasche befördert werden soll, falls es zu einer Krise kommt.

Spüre die Macht ...

Die Debatte über die MMT wird fortgeführt. Die staatlichen Defizite werden steigen, sind sich doch sogar derart unterschiedliche Entscheidungsträger wie Alexandria Ocasio-Cortez und Larry Kudlow darüber einig, dass Staatsdefizite und Wohlstand nicht in krassem Gegensatz zueinander stehen. Letztendlich ist es mit Blick auf Ideen wie die MMT, den Brexit, oder Unternehmenssteuer-senkungen nicht von Bedeutung, ob wir sie der dunklen Seite der Macht zuschreiben. Wichtig ist hingegen zu wissen, wie sich die Einführung, Einstellung und Wiedereinführung dieser unterschiedlichen politischen Massnahmen auf unsere Portfolios auswirken können.

Gedanken über die Auswirkungen der MMT können helfen zu realisieren, dass robustere Portfolios erstellt werden müssen. Wir sollten das Thema offen und ohne Vorbehalte angehen – im Zen-Buddhismus wird dieser Ansatz *Shoshin* genannt, was «Anfängergeist» bedeutet. So müssen wir uns beispielsweise eine Welt vorstellen, in der der traditionelle Konjunkturzyklus nicht mehr bestehen könnte. Sobald die Fed mit Zinserhöhungen beginnt, würden wir normalerweise damit rechnen, dass sich der Zyklus dem Höhepunkt nähert, da die Fed die Zinsen ausreichend erhöhen würde, um Inflation und Wachstum abzuwürgen. Ob wir es als MMT bezeichnen oder nicht, es ist durchaus möglich, dass eine expansivere Fiskalpolitik verfolgt und an der lockeren Geldpolitik festgehalten wird, da

Am wichtigsten sind unserer Ansicht nach die Auswirkungen von MMT auf das Portfolio.

Yoda ist nicht das einzige grüne Ding in der Galaxis

Mit dem Vorschlag eines Green New Deal sollen die Probleme des 21. Jahrhunderts wie Klimawandel und Einkommensungleichheit angegangen werden. Zu den Zielen der Initiative gehören der Ausstieg aus der Nutzung von fossilen Brennstoffen, die Dekarbonisierung der USA bis 2030 und die Schaffung von US-Arbeitsplätzen mit einem staatlichen Programm zur Arbeitsplatzgarantie, bei dem Mindestlöhne sichergestellt sind.

Der Green New Deal ist – ungeachtet Ihrer politischen Ansichten oder der Wahrscheinlichkeit einer Umsetzung dieser Initiative – als ein Zeichen für eine längerfristige Verlagerung auf nachhaltigere und «grünere» Produktionsmethoden und Formen des Konsums zu verstehen. Es lohnt sich, die Auswirkungen der Trends hin zur Nachhaltigkeit und der damit verbundenen Gesetzgebung auf die Anlagen zu beachten.

Anleger, die von längerfristigen Trends profitieren möchten, oder deren finanzielle Beteiligungen besonders von diesen Vorschlägen beeinflusst würden, haben jetzt die Möglichkeit, ihre Portfolios um nachhaltige Anlagen (SI) zu ergänzen. Neben dem Ertragspotenzial dieser Anlagethemen bieten derartige Anlagen auch eine «Absicherung» gegen mögliche strengere Umweltschutzbestimmungen. Es mag zunächst widersprüchlich erscheinen, aber wenn Sie sich Sorgen um die Umweltgesetze machen, dann sollten Sie umweltfreundliche Investitionen tätigen.

Das breitere SI-Anlageuniversum hat bereits eine Tiefe erlangt, die es ermöglicht, diversifizierte, anlageklassenübergreifende Portfolios aufzubauen, die mit konventionellen Anlagen vergleichbare risikobereinigte Erträge anstreben. Wir gehen davon aus, dass das Anlageuniversum in den nächsten Jahren weiter wachsen wird, da die Liste der Anlagen, die nachweislich zu nachhaltigen Ergebnissen beitragen und positive Auswirkungen haben, länger wird.

die Fed nun abwartet. Dies könnte den Zyklus weiter verlängern und die Rally der Risikoanlagen aufrechterhalten. Für uns bleibt die Inflation die wichtigste Variable, auf die es zu achten gilt.

Die jüngste Geschichte hat gezeigt, dass die Defizitfinanzierung reale Auswirkungen auf Ihr Portfolio haben kann. Die Abenomics wurden Anfang 2013 eingeführt und bis Mitte 2015 hatte der Nikkei sich verdoppelt. Die Anleihenrenditen sanken auf nur 20 Basispunkte (Bp.) und USDJPY stieg von 86 auf 125. Die von Präsident Trump 2017 vorgenommenen Unternehmenssteuersenkungen verliehen den Unternehmensgewinnen in letzter Zeit erheblichen Auftrieb und verhalfen dem S&P 500 im September 2018 zu einem Allzeithoch. Und der kurzlebige Anstieg der Renditen der 2-jährigen italienischen Staatsanleihen im vergangenen Jahr – infolge der Sorgen über eine mögliche Herabstufung der Staatsanleihen – bot die Chance, von der Angst vor Defiziten zu profitieren.

Wir müssen davon ausgehen, dass sich die sehr unterschiedliche Geld- und Fiskalpolitik in den verschiedenen Ländern nicht überall gleich gut auswirken wird.

Längerfristig müssen wir aber robuste Portfolios konzipieren, die auch Bestand haben, falls es dieses Mal nicht anders kommt. Schliesslich können hohe Defizite zu höherer Inflation, höheren Zinsen und zur Währungsabwertung führen. Wir müssen davon ausgehen, dass sich die sehr unterschiedliche Geld- und Fiskalpolitik in den verschiedenen Ländern nicht überall gleich gut auswirken wird. Es wird Gewinner und Verlierer geben. Es ist zwar wichtig, ausreichend Vermögens-

werte in der Heimwährung Ihrer Verbindlichkeiten beizubehalten, aber es ist jetzt wichtiger denn je, in andere Regionen der Erde zu diversifizieren, in denen eine andere Politik verfolgt wird.

Vermögensallokation

Die Verkaufswelle im Dezember war ein Beispiel dafür, warum es sich auszahlt, die Anlagen nicht aus Panik zu veräußern. Dank der Umstellung auf eine stärker akkommodierende Zentralbankpolitik und der positiven Äusserungen in Bezug auf ein Handelsabkommen zwischen den USA und China legten globale Aktien seit dem Tief im Dezember um 17,5% zu.

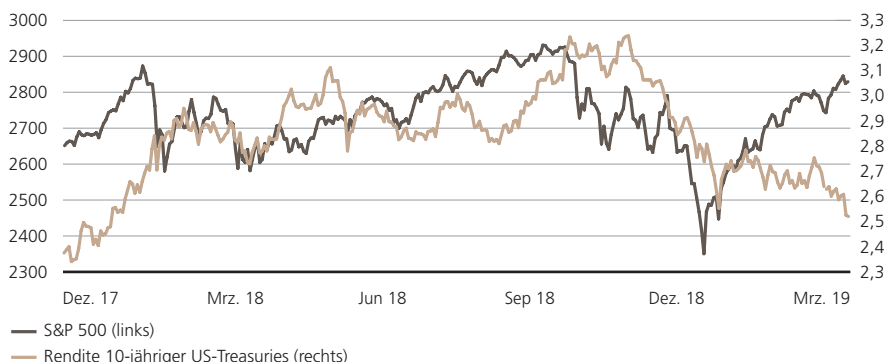
Ganz knapp dürfte sich auch das Risiko-Rendite-Verhältnis verändert haben. Laut der jüngsten BAML Global Fund Managers Survey sind die Erwartungen an das globale Wachstum wieder stark gestiegen und die Fed Funds Futures deuten auf eine Zinssenkung in den nächsten zwölf Monaten hin. Dieses Umfeld ist für globale Aktien positiv. Seit Jahresbeginn haben sie um 12% zugelegt. Die Rendite 10-jähriger US-Treasuries ist im bisherigen Jahresverlauf auch um 17 Bp. gesunken (siehe Abb. 4) und anleihenähnlichen Aktien zogen an, wie die Titel des US-Versorgungssektors, die um 10% stiegen. Damit stellt sich die Frage, inwieweit das «Goldilocks»-Szenario für Anleihen und Aktien eskomptiert ist.

In den kommenden Monaten werden die Konjunkturdaten entweder bestätigen, dass die jüngste Wirtschaftsschwäche die Talsohle erreicht hat, oder auf eine weitere Konjunkturabkühlung hindeuten. Im ersteren Fall würden die Gewinnerwartungen steigen, aber die Zinserhöhungserwartungen müssen eventuell angepasst werden. Im letzteren Fall dürfte erneut ein höheres Rezessionsrisiko eskomptiert werden. Wir rechnen zwar mit dem ersten Szenario, halten es auf risikobereinigter Basis aber für angebracht, nach diesem starken Anstieg einen Teil der Gewinne mitzunehmen. Wir sind nun folgendermassen positioniert:

Abbildung 4

Aktien und Anleihen sind dieses Jahr gestiegen

Kursniveau des S&P 500 und Rendite der US-Treasuries in %



Quelle: Bloomberg, UBS, per 21. März 2019

Wir reduzieren unsere Übergewichtung globaler Aktien und passen das Kontraktvolumen unserer Put-Option auf den S&P 500 an.

Wir reduzieren unsere Übergewichtung globaler Aktien und passen das Kontraktvolumen unserer Put-Option auf den S&P 500 an. Obschon wir nicht davon ausgehen, dass sich die jüngste Wachstumsverlangsamung verstärkt, sind wir uns bewusst, dass die Konjunkturindikatoren jetzt weniger Unterstützung bieten. Die Umfrage der Fed unter Kreditvermittlern (Senior Loan Officer Survey) für das 4. Quartal deutete darauf hin, dass die Kreditvergabestandards etwas

restriktiver werden und die Kreditnachfrage nachlassen wird. Zudem scheinen die Anleger einen erfolgreichen und umfassenden Ausgang der Handelsverhandlungen zwischen den USA und China als selbstverständlich anzusehen. Wir passen zudem das Volumen unserer Put-Option auf den S&P 500 an und erhöhen den Ausübungspreis von 2500 auf 2700, was rund 5% unter dem aktuellen Marktniveau liegt.

Wir schliessen unsere Untergewichtung in australischen Aktien gegenüber kanadischen Aktien.

Wir schliessen unsere Untergewichtung in australischen Aktien gegenüber kanadischen Aktien. Der Wohnungsbausektor in Australien schwächt sich nach wie vor ab, doch bei den ungünstigen regulatorischen Entwicklungen im Finanzsektor ist das Schlimmste überwunden. Da die Bewertungslücke schrumpft und sich die chinesischen Stimulierungsmassnahmen nun positiv bemerkbar machen, dürfte die relative Underperformance der australischen Aktien seit Jahresbeginn nun ein Ende finden. Wir schliessen die Position mit einem kleinen Verlust.

Ausserdem schliessen wir unsere übergewichtete Position im kanadischen Dollar gegenüber dem australischen Dollar.

Ausserdem schliessen wir unsere übergewichtete Position im kanadischen Dollar gegenüber dem australischen Dollar. Die Position profitierte von den enttäuschenden Konjunkturdaten in Australien. Im 2. Halbjahr 2018 war das BIP-Wachstum auf das tiefste Niveau seit der globalen Finanzkrise gesunken. Folglich rechnen wir im Sommer mit einer Zinssenkung der Reserve Bank of Australia, weshalb die Währung unter Druck bleiben dürfte. Dennoch dürfte nur begrenzt weiteres Aufwärtspotenzial bestehen, da die Bank of Canada die Zinsen unverändert lassen dürfte.

Wir sind in Aktien aus Schwellenländern und Kanada gegenüber Schweizer Aktien übergewichtet.

Wir sind in Aktien aus Schwellenländern und Kanada gegenüber Schweizer Aktien übergewichtet. Unter den wichtigen Märkten werden die Schwellenländeraktien mit 12,4x mit dem niedrigsten Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der Gewinne der letzten zwölf Monate gehandelt – 20% unter ihrem 30-Jahres-Durchschnitt. Dagegen sind die Bewertungen von Schweizer Aktien (KGV von 18,2x) relativ unattraktiv. Der Schweizer Markt ist der einzige, an dem das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der Gewinne der letzten zwölf Monate sowohl über dem 20-Jahres- als auch über dem 30-Jahres-Durchschnitt notiert. Ein schwächerer US-Dollar oder ein Handelsabkommen zwischen den USA und China würden die belastenden Faktoren für die Schwellenländer verringern. Sollte indes die Angst vor einer globalen Verlangsamung zunehmen, dürfte es bei den Aktien der Schwellenländer kaum zu einer Outperformance kommen.

Schweizer Aktien sind zudem auf Basis des nachlaufenden KGV um 23% teurer als kanadische Aktien. Diese Lücke sollte sich aufgrund des im Vergleich zu Europa besseren konjunkturellen Umfeldes in Nordamerika und der anhaltend höheren Ölpreise schliessen.

Wir sind in der norwegischen Krone gegenüber dem Schweizer Franken übergewichtet.

Wir sind in der norwegischen Krone gegenüber dem Schweizer Franken übergewichtet. Die Inflation ist in Norwegen stärker gestiegen als anderswo in Europa und die Konsumentenpreis-inflation liegt bei 3%. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit einer geldpolitischen Straffung. Die Schweizerische Nationalbank dürfte indes abwarten, bis die Europäische Zentralbank ihre Zinsen erhöht. Bis dahin dürften noch viele Monate verstreichen. Ausserdem könnten nachhaltig höhere Ölpreise und die Stabilisierung des globalen Handels dazu beitragen, dass die norwegische Krone noch stärker aufwertet. Sollten sich jedoch Rezessionsängste abzeichnen, dürfte dies dem Schweizer Franken zugutekommen.

Wir sind in EM-Staatsanleihen in USD gegenüber britischen Aktien übergewichtet.

Wir sind in 10-jährigen japanischen Staatsanleihen untergewichtet und sichern unser strategisches Engagement in japanischen Aktien nicht mehr ab.

Wir sind in EM-Staatsanleihen in USD gegenüber britischen Aktien übergewichtet. Der Brexit ist noch lange nicht geregelt. Wir halten die Risiko-Rendite-Aussichten für britische Aktien längerfristig für unsicher im Vergleich zu EM-Staatsanleihen in USD. Mit einer Risikoprämie von 347 Bp. gegenüber US-Treasuries bieten sie für die Portfolios unseres Erachtens ein besseres langfristiges Wertpotenzial.

Wir sind in 10-jährigen japanischen Staatsanleihen untergewichtet und sichern unser strategisches Engagement in japanischen Aktien nicht mehr ab. Die von uns erwartete künftige Straffung der Geldpolitik durch die Bank of Japan kommt in unserer Untergewichtung japanischer Staatsanleihen zum Ausdruck, eine kostengünstige Position mit 10-jährigen Renditen von nur -0,05%. Wir halten den japanischen Yen aus fundamentaler Sicht zudem für die weltweit am stärksten unterbewertete Hauptwährung (der Fair Value von USDJPY liegt gemäss Kaufkraftparität bei 75). Daher positionieren wir uns durch unseren Beschluss, unser strategisches Engagement in japanischen Aktien nicht mehr abzusichern, für eine längerfristige Aufwertung des Yen.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management



 Folgen Sie mir auf LinkedIn
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)

 Folgen Sie mir auf Twitter
twitter.com/UBS_CIO

UBS Investor Forum **Insights**

An unserem Investor Forum haben wir externe Experten gebeten, unsere makroökonomischen Einschätzungen und Anlagebeurteilungen zu prüfen und zu hinterfragen. Neben anderen in diesem Monat erörterten Themen haben wir die Teilnehmer um die Beurteilung der modernen Geldtheorie («Modern Monetary Theory» – MMT) gebeten.

- Die Teilnehmer beurteilten die MMT kritisch. Ein Gast war der Ansicht, dass die MMT in Japan aus technischer Sicht funktioniert. Andere Teilnehmer bemerkten, dass die Ausgangssituation in Japan mit einer starken Produktivitätssteigerung und einem anderen Sozialvertrag ganz anders ist als in Europa.
- Im Hinblick auf die Anlageaussichten waren sich einige Teilnehmer einig, dass das Risiko wegen der schwächeren Wachstumsdynamik verringert werden sollte.
- Teilnehmer äusserten Besorgnis über die Anspannung am Arbeitsmarkt, die den Lohndruck erhöht.

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office von UBS («CIO») werden durch Global Wealth Management von UBS Switzerland AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt) oder deren verbundenen Unternehmen («UBS») produziert und veröffentlicht.

Die Anlagebeurteilungen wurden im Einklang mit den gesetzlichen Erfordernissen zur Förderung der **Unabhängigkeit des Anlageresearch** erstellt.

Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:

Diese Publikation dient **ausschliesslich zu Ihrer Information** und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die in dieser Publikation enthaltene Analyse ist nicht als persönliche Empfehlung aufzufassen und berücksichtigt weder die Anlageziele noch die Anlagestrategien oder die finanzielle Situation oder Bedürfnisse einer bestimmten Person. Sie basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Bestimmte Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestufteten Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebene Prognosen, Einschätzungen und Marktpreise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren. Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Werte»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen oder zahlbaren Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Emittenten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäusserten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der/Die Analyst(en), der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, kann/können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuerrechtlicher – Auswirkungen zu konsultieren.

Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. Sofern nicht etwas anderes schriftlich vereinbart wurde, untersagt UBS ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Informationen darüber, wie das CIO Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research.

Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Wichtige Informationen über nachhaltige Anlagestrategien: Wenn ein Portfoliomanager ökologische, soziale und die Unternehmensführung betreffende (ESG) Faktoren oder Nachhaltigkeitskriterien einbezieht, kann er bestimmte Anlagechancen möglicherweise nicht nutzen, die ansonsten zu seinem Anlageziel und anderen grundsätzlichen Anlagestrategien passen würden. Die Erträge eines Portfolios, das hauptsächlich aus ESG- oder nachhaltigen Anlagen besteht, sind unter Umständen geringer als die eines Portfolios, bei dem der Portfoliomanager solche Faktoren nicht berücksichtigt. Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien kann zum Ausschluss bestimmter Anlagen führen. Deshalb können Anleger möglicherweise nicht die gleichen Chancen oder Markttrends nutzen, wie Anleger, die sich nicht an solchen Kriterien orientieren. Unternehmen erfüllen möglicherweise nicht bei allen Aspekten für ESG oder nachhaltiges Investieren hohe Performancestandards. Es gibt auch keine Garantie, dass ein Unternehmen die Erwartungen bezüglich der Corporate Responsibility, Nachhaltigkeit und/oder Wirkung erfüllt.

Vertrieb an US-Personen durch UBS Financial Services Inc. oder UBS Securities LLC, Tochterunternehmen von UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS Securities Japan Co., Ltd, UBS Wealth Management Israel Ltd und UBS Menkul Degerler AS sind verbundene Unternehmen von UBS AG. UBS Financial Services Incorporated in Puerto Rico ist ein Tochterunternehmen von UBS Financial Services Inc. UBS Financial Services Inc. übernimmt die Verantwortung für die Inhalte von Berichten, welche durch nicht in den USA ansässige Tochterunternehmen erstellt wurden, wenn diese Berichte an US-Personen weitergegeben werden. Alle Transaktionen von US-Personen mit Wertpapieren, die in dieser Publikation erwähnt werden, müssen über ein in den USA zugelassenes Brokerhaus abgewickelt werden und dürfen nicht von einem nicht in den USA ansässigen Tochterunternehmen durchgeführt werden. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Wertpapieraufsichts- oder Investitionsbehörde in den USA oder anderswo genehmigt. UBS Financial Services Inc. ist nicht als Berater für irgendeine Kommunalbehörde oder verpflichtete Person im Sinne von Abschnitt 15B der Securities Exchange Act (die «Municipal Advisor»-Regel) tätig. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen und Ansichten stellen keine Empfehlung im Sinne der Municipal Advisor Rule dar und sind auch nicht als solche aufzufassen.

Externe Vermögensverwalter und Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und/oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen. **Bahrain:** UBS ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagendienstleistungen. **Brasilien:** Verteilt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda. und / oder UBS Consenso Investimentos Ltda, die beide durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt werden. **China:** Dieser Bericht wird von UBS AG oder deren Offshore-Tochtergesellschaft oder verbundenem Unternehmen (gemeinsam «UBS Offshore») erstellt. UBS Offshore ist eine ausserhalb Chinas gegründete Rechtseinheit, die nicht in China für die Durchführung von Bank- oder Wertschriftengeschäften oder die Beratung zu Wertschriftenanlagen in China zugelassen ist, überwacht oder reguliert wird. Dieser Bericht ist nicht als spezifische Wertschriftenanalyse von UBS Offshore zu betrachten. Der Empfänger sollte sich zwecks Anlageberatung nicht an die Analysten oder UBS Offshore wenden und dieses Dokument nicht für Anlageentscheidungen heranziehen oder sich in anderer Weise bei seinen Anlageentscheidungen auf die in diesem Bericht enthaltenen Informationen verlassen; UBS übernimmt keine Verantwortung in dieser Hinsicht. **Dänemark:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach dänischem Recht dar, kann jedoch durch UBS Europe SE, Denmark Branch, Niederlassung von UBS Europe SE, mit Geschäftssitz in Sankt Annae Plads 13, 1250 Kopenhagen, Dänemark, bei der Danish Commerce and Companies Agency unter der Nummer 38 17 24 33 eingetragen, verteilt werden. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial af UBS Europe SE, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial af

UBS Europe SE, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der «Finanstilsynet» (Danish Financial Supervisory Authority - DFSA), der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Deutschland:** Diese Publikation wird an Kunden von UBS Europe SE verteilt, die ihren angemeldeten Geschäftssitz in der Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60323 Frankfurt am Main, hat; eine Einheit, die unter der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht steht. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Privatkunden und «Prospects» von UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 132.975.556 vertrieben. Ihr Domizil ist an der 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und ist eine unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden sowie der «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution» stehende Bank. **Griechenland:** Die UBS Switzerland AG und ihre verbundenen Unternehmen (UBS) sind nicht als Bank oder Finanzinstitut gemäss griechischem Recht zugelassen und erbringen in Griechenland keine Bank- und Finanzdienstleistungen. Folglich bietet UBS derartige Dienstleistungen nur über Niederlassungen ausserhalb Griechenlands an. Dieses Dokument ist nicht als ein in Griechenland bereits unterbreitetes oder noch zu unterbreitendes Angebot an Personen mit Wohnsitz in Griechenland zu betrachten. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. **Indien:** Verteilt durch UBS Securities India Private Ltd. 2 / F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefon: +912261556000. SEBI-Registrationsnummern: NSE (Kapitalmarktsegment): INB230951431, NSE (F&O-Segment): INF230951431, BSE (Kapitalmarktsegment): INB010951437. **Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und / oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, vernichten / löschen Sie sie bitte und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. Sämtliche durch UBS gemäss diesen Unterlagen erbrachte Beratungsdienste und / oder durch UBS gemäss diesen Unterlagen ausgeführte Transaktionen wurden ausschliesslich auf Ihre konkrete Anfrage hin oder gemäss Ihren spezifischen Anweisungen erbracht oder ausgeführt. Sie können folglich durch UBS und Sie selbst auch als solche angesehen werden. Die Unterlagen wurden möglicherweise nicht durch eine Finanzaufsichts- oder Regulierungsbehörde in Ihrem Land geprüft, genehmigt, abgelehnt oder gebilligt. Die betreffenden Anlagen unterliegen bei einer Übertragung gemäss den Bestimmungen in den Unterlagen gewissen Beschränkungen und Verpflichtungen, und mit dem Erhalt dieser Unterlagen verpflichten Sie sich, diese Beschränkungen und Verpflichtungen vollumfänglich einzuhalten. Sie sollten diese sorgfältig durchlesen und sicherstellen, dass Sie sie verstehen und bei der Abwägung Ihres Anlageziels, Ihrer Risikobereitschaft und Ihrer persönlichen Verhältnisse gegenüber dem Anlagerisiko angemessene Sorgfalt und Umsicht walten lassen. Es wird Ihnen empfohlen, im Zweifelsfall eine unabhängige professionelle Beratung einzuholen. **Italien:** Diese Publikation wird an Kunden der UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3, 20121 Mailand, eine Niederlassung der UBS Europe SE, verteilt. Die UBS Europe SE ist eine deutsche Bank, die ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zur Erbringung von Finanzdienstleistungen zugelassen wurde und unter der Aufsicht der BaFin und der «Consob» steht. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. Dienstleistungen, die ausserhalb von Jersey erbracht werden, werden nicht von der Aufsichtsbehörde von Jersey erfasst. UBS AG, Jersey Branch, ist eine Niederlassung von UBS AG, eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft, die ihre angemeldeten Geschäftssitze in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel und Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zürich, hat. Der Hauptgeschäftssitz von UBS AG, Jersey Branch, ist: 1, IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar, kann jedoch an Kunden der UBS Europe SE, Luxembourg Branch, mit Geschäftssitz in der 33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, zu Informationszwecken verteilt. UBS Europe SE, Luxembourg Branch, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde und unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der luxemburgischen Finanzmarktaufsicht, der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Mexiko:** Dieses Dokument wird verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., («UBS Asesores»), einem verbundenen Unternehmen der UBS Switzerland AG, das aufgrund seiner Beziehung zu einer ausländischen Bank gemäss dem mexikanischen Wertpapierrecht (Ley de Mercado de Valores, LMV) als nicht-unabhängiger Anlageberater eingetragen ist. UBS Asesores ist ein reguliertes Unternehmen und untersteht der Aufsicht der mexikanischen Banken- und Wertpapierkommission («CNBV»), die UBS Asesores ausschliesslich in Bezug auf die Erbringung von Portfoliomanagementleistungen sowie in Bezug auf Wertpapieranlegerberatung, Analyse und Bereitstellung individueller Anlageempfehlungen reguliert, sodass die CNBV in Bezug auf andere Dienstleistungen von UBS Asesores über keine Kompetenzen zur Beaufsichtigung verfügt oder verfügen darf. UBS Asesores wurde unter der Registernummer 30060 von der CNBV registriert. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS Asesores als erfahrener qualifizierter Anleger mit Sitz in Mexiko gelten. Die Vergütung des / der Analysten, der / die diesen Bericht erstellt hat / haben, wird ausschliesslich durch Research Management und Senior Management einer Einheit des UBS-Konzerns bestimmt, für die dieser / diese Analyst(en) Dienstleistungen erbringt / erbringen. **Nigeria:** Die UBS Switzerland AG und ihre verbundenen Unternehmen (UBS) verfügen in Nigeria weder über eine Banklizenz der Zentralbank von Nigeria (CBN) oder der Nigerian Securities and Exchange Commission (SEC) noch werden sie von diesen beaufsichtigt und reguliert. Sie sind in Nigeria nicht im Bank- oder Anlagegeschäft tätig. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach österreichischem Recht dar, kann jedoch an Kunden der UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, mit Geschäftssitz in der Wächtergasse 1, A-1010 Wien, zu Informationszwecken verteilt werden. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zugelassen wurde, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Portugal:** Die UBS Switzerland AG ist in Portugal nicht für Bank- und Finanzaktivitäten zugelassen und wird auch nicht von den portugiesischen Aufsichtsbehörden (Banco de Portugal und Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) beaufsichtigt. **Schweden:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach schwedischem Recht dar, kann jedoch durch UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, verteilt werden, die ihren Geschäftssitz an der Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Schweden, hat und im schwedischen Firmenregister unter der 516406-1011 angemeldet ist. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der schwedischen Finanzaufsichtsbehörde «Finansinspektionen», der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Singapur:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und / oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, vernichten / löschen Sie sie bitte und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. Kunden der UBS AG, Niederlassung Singapur, werden gebeten, die Niederlassung von UBS AG Singapur zu kontaktieren, einen «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank, für alle Fragen, welche sich durch oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben. **Spanien:** Diese Publikation wird an Kunden von UBS Europe SE, Sucursal en España, verteilt, die ihren angemeldeten Geschäftssitz in der Calle María de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, hat; eine Einheit, die unter Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und des Banco de España steht, denen diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. Darüber hinaus ist UBS Europe SE, Sucursal en España, zur Erbringung von Anlagedienstleistungen in Bezug auf Wertpapiere und Finanzinstrumente berechtigt, bei denen sie ebenfalls von der Commission Nacional del Mercado de Valores (CNMV) beaufsichtigt wird. UBS Europe SE, Sucursal en España, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Recht als Societas Europea gegründet wurde und ordnungsgemäss von der BaFin zugelassen wurde und von dieser beaufsichtigt wird. **Taiwan:** Dieses Material wird von der UBS AG, Taipei Branch, in Einklang mit den Gesetzen Taiwans oder mit dem Einverständnis der Kunden/«Prospects» oder auf deren Wunsch zugestellt. **Tschechische Republik:** UBS ist in der Tschechischen Republik nicht als Bank zugelassen und darf in der Tschechischen Republik keine regulierten Bank- oder Anlagedienstleistungen erbringen. Bitte informieren Sie UBS, wenn Sie keine weitere Korrespondenz wünschen. **UK:** Genehmigt von UBS Switzerland AG, in der Schweiz beaufsichtigt und autorisiert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht. In Grossbritannien ist UBS Switzerland AG autorisiert durch die «Prudential Regulation Authority» und unterliegt der Regulierung durch die «Financial Conduct Authority» und der beschränkten Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority». Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority» sind auf Anfrage erhältlich. Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Retailkunden von UBS London in Grossbritannien verteilt. Produkte und Dienstleistungen, die ausserhalb Grossbritanniens angeboten werden, werden nicht von den britischen Regulierungen oder dem «Compensation Scheme» der «Financial Services Authority» erfasst. **VAE:** UBS verfügt in den Vereinigten Arabischen Emiraten (VAE) weder über eine Zulassung der Zentralbank der VAE noch der Securities & Commodities Authority. Die Niederlassung der UBS AG in Dubai wurde im Dubai International Financial Centre (DIFC) durch die Dubai Financial Services Authority als autorisiertes Unternehmen zugelassen.

Stand 02/2019 CIO82652744

© UBS 2019. Das Schlüsselymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.