

# UBS House View

Monthly Letter

20. Juni 2019  
Chief Investment Office GWM  
Anlageresearch

## Zwei Thesen

Die Anleihenmärkte scheinen einen Abschwung der Konjunktur zu signalisieren, derweil Aktien darauf hinweisen, dass sich das Wachstum in einem «Goldlöckchen»-Szenario mit niedriger Inflation fortsetzen wird.

## Zwei Impulsgeber

Der G20-Gipfel im Juni und die Sitzung der US-Notenbank Fed im Juli sind wichtige Impulsgeber. Wir rechnen nicht damit, dass bei dem G20-Gipfel ein Handelsabkommen geschlossen wird, erwarten aber auch keine unmittelbare Eskalation im Zollstreit. Unseres Erachtens wird die Fed die Zinsen im Juli um 50 Basispunkte (Bp.) senken.

## Ein Grundgedanke

Beide Geschichten ergeben nur dann Sinn, wenn die Anleihenmärkte den Fokus auf die Bereitschaft der Fed legen, vorsorgliche Massnahmen zu ergreifen, um dem Risiko einer Rezession zu begegnen, der Aktienmarkt uns indes mitteilt, dass die Fed Erfolg haben wird.

## Vermögensallokation

Wir sind in Aktien und Carry Trades (durch unsere Position in Schwellenländerwährungen) taktisch übergewichtet. Sie sollten von einer moderateren Geldpolitik der Fed profitieren. Wir positionieren uns für das Risiko, dass die Fed die Erwartungen enttäuscht, indem wir 2-jährige US-Treasuries gegenüber Cash untergewichten.



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](https://twitter.com/UBS_CIO)

## Showdown zwischen Anleihen und Aktien?

«Was ist Wahrheit?» fragte Friedrich Nietzsche. Seine Antwort war: «Ein bewegliches Heer von Metaphern, Metonymien, Anthropomorphismen.» In einer sehr bedeutenden aktuelleren wissenschaftlichen Studie erklärt der Nobelpreisträger und Ökonom Robert Shiller, dass die Wahrheit über die Wirtschaft und die Märkte von heute ebenso sehr mit den Geschichten zu tun hat, die wir uns erzählen, wie mit den Daten.

In seinem Buch *Narrative Economics* erläutert Robert Shiller, wie «Geschichten motivieren und Aktivitäten mit tief empfundenen Werten und Bedürfnissen verbinden» und damit grundlegende Handlungen wie Ausgeben und Anlegen begründen. Zurzeit erzählen der Aktien- und der Anleihenmarkt zwei sehr verschiedene Geschichten. Wir müssen jedoch beide verstehen, um ein robustes globales Portfolio aufbauen zu können.

Der US-Anleihenmarkt, der nun Zinssenkungen um 75 Bp. in den nächsten sechs Monaten eskomptiert, scheint auf einen Konjunkturabschwung hinzuweisen. Der US-Aktienmarkt, der wieder ein Rekordhoch erreicht hat, scheint dagegen anzudeuten, dass sich das Wachstum fortsetzen wird.

Insgesamt ergeben diese anscheinend widersprüchlichen Aussagen nur dann Sinn, wenn wir daraus schliessen, dass der Anleihenmarkt uns tatsächlich mitteilt, dass die Furcht vor einem Konjunkturabschwung die Fed zu aggressiven vorsorglichen Massnahmen antreibt. Der Aktienmarkt verrät unterdessen, dass die Fed weiterhin alles Nötige tun wird, um einen Abschwung zu verhindern – wie sie es seit der Finanzkrise mit Erfolg getan hat.

Der G20-Gipfel am 28. und 29. Juni und die Fed-Sitzung im Juli werden massgeblichen Einfluss auf die weitere Entwicklung im 2. Halbjahr haben.

An den Aktienmärkten wird anhaltendes Wachstum bei niedriger Inflation und akkommodierender Geldpolitik eingepreist.

Der G20-Gipfel am 28. und 29. Juni und die Fed-Sitzung im Juli sind zwei wichtige kurzfristige Impulsgeber für die Märkte, die grossen Einfluss auf die weitere Entwicklung im 2. Halbjahr haben werden. In unserem Basisszenario erwarten wir weder, dass beim G20-Gipfel ein Durchbruch im Handelsstreit erzielt wird, noch, dass die USA umgehend weitere Zölle erheben werden. Unseres Erachtens wird die Fed die Zinsen an der nächsten Sitzung senken, wenn sich die US-Daten nicht wesentlich ändern. Damit könnte sie ihr Engagement für die Verhinderung einer Rezession unter Beweis stellen.

In unserer taktischen Vermögensallokation sind wir in Aktien und Schwellenländerwährungen taktisch übergewichtet. Risikoanlagen und Carry Trades dürften im Falle vorsorglicher Zinssenkungen der Fed gut abschneiden. Wir positionieren uns jedoch für das Risiko, dass die Fed den Markt enttäuscht und die Zinssenkung geringer ausfällt als erwartet, indem wir 2-jährige US-Treasuries gegenüber Cash untergewichten. Ausserdem nehmen wir einige antizyklische Positionen ins Portfolio auf, um uns gegen das Risiko abzusichern, dass die Gespräche zwischen den USA und China am G20-Gipfel abgebrochen werden könnten.

**Aktienmärkte scheinen an ein «Goldlöffchen»-Szenario zu glauben**

Isoliert betrachtet, erzählt der US-Aktienmarkt, der auf einem Rekordhoch liegt, eine positive Geschichte. Das US-Wachstum bewegt sich im zehnten Expansionsjahr in Folge fast auf Trendniveau. Chinas Wirtschaft wächst zwar langsamer, dürfte aber durch die jüngsten geld- und fiskalpolitischen Impulse Unterstützung erhalten. Die kürzlich erfolgte Abwertung von Chinas Währung wird auch helfen, die negativen Effekte der Zölle zu kompensieren.

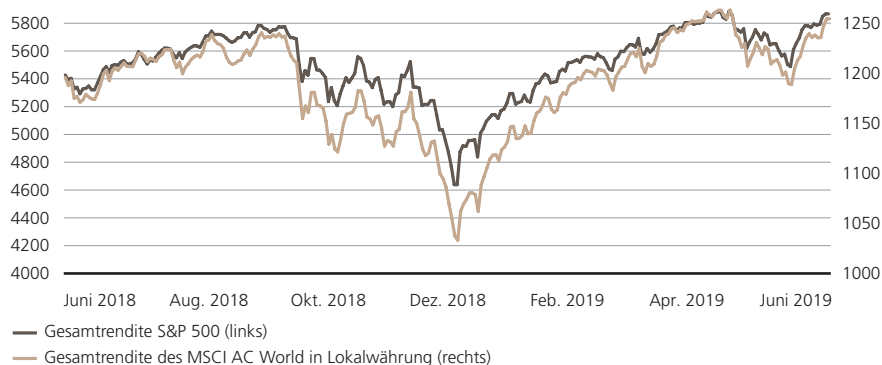
Die Geldpolitik bleibt akkommodierend. Die Fed hat zu Jahresbeginn eine «geduldige» Haltung eingenommen und die Tür für Zinssenkungen geöffnet. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat mögliche weitere Zinssenkungen angedeutet und die People’s Bank of China dürfte unserer Meinung nach ihre Politik der geldpolitischen Lockerung weiterverfolgen. «Ewige Bullen» mit gutem Langzeitgedächtnis denken vielleicht an das Jahr 1995 zurück, als der S&P 500 noch fünf weitere Jahre deutlich stieg, nachdem die Fed ihre Zinserhöhungen beendete hatte.

Der Handelsstreit zwischen den USA und China dürfte zwar andauern, doch das wirtschaftliche Eigeninteresse der USA sollte Präsident Trump von einem ausgewachsenen Handelskrieg mit China abhalten. Wir für unseren Teil rechnen

Abbildung 1

**Aktienmärkte wieder in der Nähe ihrer Rekordhochs**

Gesamtrendite des MSCI All-Country (in Lokalwährung) und Gesamtrendite des S&P 500



Quelle: Bloomberg, UBS per 20. Juni 2019

Aufgrund der schwächeren «weichen» und «harten» Konjunkturdaten eskomptieren die Anleihenmärkte Zinssenkungen der Fed.

zwar nicht damit, dass am G20-Gipfel im Hinblick auf das Handelsabkommen zwischen den USA und China bedeutende Fortschritte erzielt werden. Präsident Trump hat jedoch die Wiederaufnahme der Gespräche angekündigt. Wir erwarten, dass die Gespräche auf hoher Ebene fortgesetzt werden und eine Eskalation vermieden wird.

### Der Anleihenmarkt scheint dagegen von den drei Bären zu erzählen

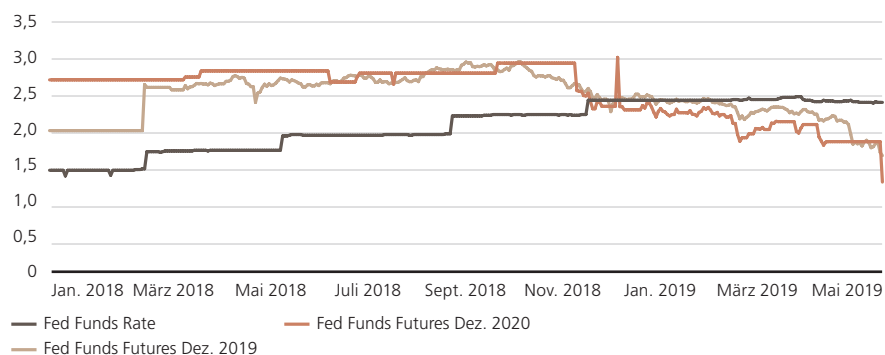
Die Geschichte, die uns der Anleihenmarkt erzählt, klingt pessimistischer. Die 2-jährigen US-Renditen sind seit Anfang Mai um mehr als 60 Bp. gesunken. Angesichts der offenkundigen Angst vor einem langsameren Wachstum und einer schwachen Inflation eskomptieren die Fed Funds Futures nun bis Ende 2020 eine Lockerung um mehr als 100 Bp., wobei drei Zinssenkungen um je 25 Bp. im Jahr 2019 erwartet werden.

- Sowohl die «weichen» als auch die «harten» Konjunkturdaten haben nachgegeben. In den USA ist der ISM-Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie von 56,6 im Januar auf 52,1 im Mai gesunken. In der Eurozone und China liegen die PMIs für die Industrie unter der Marke von 50, die Expansions- von Kontraktionsphasen abgrenzt. Unterdessen hat sich das US-Beschäftigungswachstum im Mai auf nur 75 000 abgeschwächt. Das Wachstum der chinesischen Industrieproduktion hat sich im Mai gegenüber dem Vorjahr auf 5% verlangsamt – die schwächste Wachstumsrate seit Anfang 2002.
- Die Inflation und Inflationserwartungen sind gesunken. Die bevorzugte Inflationskennzahl der Fed, der Kern-Preisindex der privaten Konsumausgaben (PCE), ist deutlich unter das 2%-Ziel der Fed gesunken. In der Eurozone sind die 5J5J-Inflations-Breakevensätze auf das Rekordtief von 1,1% gefallen, ehe der Wechsel der EZB zu einer moderateren Geldpolitik einen Anstieg auslöste.
- Präsident Trumps schnelle Einigung mit Mexiko könnte als Beleg für die Wirksamkeit des harten Kurses bei den Verhandlungen angesehen werden; das Risiko eines Abbruchs der Handelsgespräche zwischen den USA und China wächst dadurch. Wie im letzten Monat im Monthly Letter *Keine Eile?* erörtert, müssen sich die Markterwartungen und die Konjunktur vielleicht verschlechtern, um Präsident Trump zum Nachgeben zu bewegen.

Abbildung 2

### Die Fed wartet ab, der Markt eskomptiert jedoch Zinssenkungen

Fed funds rate, Dec 2019 Fed funds futures, Dec 2020 Fed funds futures



Quelle: Bloomberg, UBS, per 18. Juni 2019

### Schocktherapie der Fed?

Unseres Erachtens ergeben die gegenläufigen Signale des Aktien- und des Anleihenmarktes nur dann Sinn, wenn wir davon ausgehen, dass der Anleihenmarkt den Fokus weniger auf das Wachstum, sondern mehr auf die Bereitschaft der Fed legt, vorsorgliche Massnahmen zu ergreifen, um dem Risiko einer Rezession zu begegnen. Der Aktienmarkt sagt indes, dass die Fed erneut Erfolg haben wird.

Daher könnte die Fed zu der Auffassung gelangen, dass der Preis einer Schocktherapie zur Vermeidung einer Rezession geringer wäre als die potenziellen Kosten des Abrutschens in eine Rezession, die schwer zu bekämpfen sein wird.

Bei Zinssätzen recht nahe an der Untergrenze von 0% und da US-Politiker weniger bereit sind als ihre Kollegen in Europa, mit Zinsen unter 0% zu experimentieren, könnte sich die Fed darüber Sorgen machen, ob sie mitten in einer Rezession wirksam handeln kann. Daher könnte die Fed angesichts der weiterhin niedrigen Inflation und der sinkenden Inflationserwartungen zu der Auffassung gelangen, dass der Preis einer Schocktherapie zur Vermeidung einer Rezession geringer wäre als die potenziellen Kosten des Abrutschens in eine Rezession, die schwer zu bekämpfen sein wird. Zudem drängt der Markt die Fed mit seinen Erwartungen allmählich etwas in die Ecke. Die Zinssätze nicht zu senken, wenn der Markt Taten erwartet, könnte zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen führen. An der Pressekonferenz nach der Sitzung des Fed-Offenmarktausschusses (FOMC) in diesem Monat hat der Fed-Vorsitzende Jay Powell die Idee unterstützt, dass unter den aktuellen Umständen eine grössere Zinssenkung angemessen sein könnte.

Die Entscheidung über eine Zinssenkung im Juli ist jedoch fein austariert. Die neue Zusammenfassung der Konjunkturprognosen der Fed lässt darauf schliessen, dass sich die Meinungen, ob die Zinsen dieses Jahr gesenkt oder auf gleichem Niveau gehalten werden sollten, im FOMC fast die Waage halten. Die Formulierung der Fed hat sich von «geduldig» zu «enge Überwachung» geändert. Dies zeigt, dass die Fed ihr Vorgehen wieder mehr von den Daten abhängig macht; für sie wird es dadurch jedoch leichter, die Zinssätze zu senken. Ausserdem wird sie eine Situation verhindern wollen, in der sie auf durch den Zollstreit bedingte negative Stimmungsdaten mit Zinssenkungen reagiert, nur um Präsident Trump zur Umkehr zu bewegen. Die Fed will nicht so erscheinen, als ob sie die Zinssätze so schnell erhöht und senkt, wie der Präsident twittern kann.

Abbildung 3

### Sinkende Inflationserwartungen könnten Zentralbanken Spielraum verschaffen

5-jährige US-Breakeven-Inflationsraten in fünf Jahren und 5-jährige EUR-Inflations-Swapsätze in fünf Jahren



Quelle: Bloomberg, UBS, per 20. Juni 2019

Die grosse Frage lautet natürlich, ob die Taten und Worte der Fed eine Rezession erfolgreich und ohne weitere negative Nebenwirkungen verhindern können. Dies ist sicherlich keine gegebene Tatsache und wir richten das Portfolio nicht auf eine perfekte Fed-Politik aus. Die Fed hat jedoch seit 2009 im Allgemeinen mit Erfolg den richtigen Weg gewählt. Als China und der Brexit im Jahr 2016 für Beunruhigung sorgten, verschob sie Zinserhöhungen zunächst um ein ganzes Jahr, liess dann im Jahr 2017 und in grossen Teilen des Jahres 2018 eine möglicherweise riskante quantitative Straffung und Zinserhöhungen als beinahe zwangsläufig erscheinen und vollzog zuletzt im Dezember 2018 eine klare Wende, als erste Anzeichen auszumachen waren, dass die Zinserhöhungen möglicherweise zu weit gingen.

### Vermögensallokation

Die Massnahmen der Fed und die Entwicklung der Gespräche zwischen den USA und China nach dem G20-Gipfel dürften für die Märkte im 2. Halbjahr entscheidende Wendepunkte darstellen. Angesichts der mit diesen Aspekten verbundenen Unsicherheit versuchen wir, uns für verschiedene mögliche Ausgänge zu positionieren.

Wir sind in Aktien und Carry Trades (durch unsere Position in Schwellenländerwährungen) taktisch Übergewichtet. Sie sollten von einer moderateren Geldpolitik der Fed profitieren. Wir positionieren uns jedoch für das Risiko, dass die Fed die Erwartungen enttäuscht, indem wir 2-jährige US-Treasuries gegenüber Cash untergewichten. Wir richten das Portfolio zudem so aus, dass es in Bereichen profitiert, die vom Trend hin zur lockeren Geldpolitik abweichen, wie unsere Übergewichtung in der norwegischen Krone. Ausserdem nehmen wir einige antizyklische Positionen ins Portfolio auf, um uns gegen das Risiko abzusichern, dass die Gespräche zwischen den USA und China am G20-Gipfel abgebrochen werden könnten.

In einem Umfeld, in dem unsere Renditeerwartungen für alle Anlageklassen geringer sind, liegt unser Augenmerk zudem auf der Erkennung von Relative-Value-Trades und dem Aufspüren von Ertragsquellen.

Im vergangenen Monat haben wir folgende Änderungen an unserer taktischen Vermögensallokation vorgenommen:

Wir haben eine Übergewichtete Position in US-Aktien gegenüber Aktien der Eurozone eröffnet.

**Wir haben eine Übergewichtete Position in US-Aktien gegenüber Aktien der Eurozone eröffnet.** Unserer Meinung nach sind Aktien der Eurozone in diesem Umfeld der erhöhten Unsicherheit im Hinblick auf den globalen Handel und wegen des schwächeren Weltwirtschaftswachstums anfälliger. Dadurch hat sich die Nachfrage nach Investitionsgütern verringert. Die Konsensschätzungen für die Wachstumsrate des Bruttoinlandprodukts (BIP) der Eurozone im restlichen Jahr 2019 sind wesentlich geringer als jene für die USA. Zudem ist die Region mit politischem Gegenwind in Form des Brexits und einer Konfrontation zwischen der EU-Kommission und Italien wegen der geplanten fiskalpolitischen Impulse Italiens konfrontiert. Der US-Markt wird unserer Meinung nach robuster sein. Die Fed hat mehr Munition als die EZB, um gegen eine Wachstumsverlangsamung anzukämpfen, falls die Handelsspannungen eskalieren sollten. Zudem erscheint die Besorgnis über ein kurzfristiges regulatorisches Risiko für den Technologie-sektor übertrieben.

Wir haben unsere Übergewichtung von kanadischen Aktien gegenüber Schweizer Aktien geschlossen.

**Wir haben unsere Übergewichtung von kanadischen Aktien gegenüber Schweizer Aktien geschlossen.** Die Bewertungen kanadischer Aktien sind weiterhin attraktiv. Doch die niedrigeren Ölpreise haben die Energieaktien belastet, während sich die niedrigen Zinsen nachteilig auf Finanzwerte auswirkten.

Durch den Rückgang der Zinsen in der Eurozone haben indes die defensiven Schweizer Aktien an Attraktivität gewonnen, da sie anleihenähnliche Merkmale aufweisen. Die Gewinndynamik am Schweizer Markt wurde zudem durch die starke Performance einiger grosser Einzeltitel gestützt.

Abbildung 4

### Die Rendite 2-jähriger US-Treasuries ist infolge der Erwartung von Zinssenkungen gefallen

Rendite 2-jähriger US-Treasuries (in %)



Quelle: Bloomberg, UBS, per 20. Juni 2019

Wir haben eine untergewichtete Position in 2-jährigen US-Treasuries gegenüber Cash eröffnet.

**Wir haben eine untergewichtete Position in 2-jährigen US-Treasuries gegenüber Cash eröffnet.** Die Renditen der 2-jährigen US-Treasuries sind seit Anfang Mai um über 60 Bp. gefallen. Unserer Ansicht nach könnte der Markt allerdings das Risiko starker Zinssenkungen überschätzen. Die US-Arbeitslosenquote liegt mit 3,6% auf dem niedrigsten Stand seit Jahrzehnten, die US-Wirtschaft wächst weiterhin in etwa um das Trendniveau und die Finanzierungsbedingungen sind akkommodierend. Die Position dient auch als eine wirksame Absicherung für den Fall, dass die Fed den Markt mit restriktiven Massnahmen überrascht.

Wir haben die Untergewichtung in 2-jährigen italienischen Staatsanleihen geschlossen, unsere Long-Position in EUR-Investment-Grade-Anleihen gegenüber erstklassigen Anleihen jedoch beibehalten.

**Wir haben die Untergewichtung in 2-jährigen italienischen Staatsanleihen geschlossen, unsere Long-Position in EUR-Investment-Grade-Anleihen gegenüber erstklassigen Anleihen jedoch beibehalten.** Unserer Meinung nach war der Grossteil der negativen Meldungen zum Haushaltsstreit Italiens mit der EU-Kommission bis Anfang Juni am Markt bereits eingepreist. Die voraussichtlich moderatere Haltung der EZB dürfte den italienischen Staatsanleihen indirekt Unterstützung bieten. Tatsächlich sind die Renditen gesunken, seitdem die EZB eine moderatere Haltung eingenommen hat. Dadurch könnte die Volatilität im Zusammenhang mit den Haushaltsproblemen erneut zunehmen. Wir behalten unsere Long-Position in Euro-Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating gegenüber erstklassigen Anleihen bei. Die Position bietet einen Zinsvorteil von 100 Bp. über zwölf Monate. Wir halten es für unwahrscheinlich, dass Europa kurzfristig in eine Rezession abrutscht, und die akkommodierende Geldpolitik der EZB sollte dafür sorgen, dass die Kreditspreads von Unternehmensanleihen im Zaun gehalten werden.

Wir haben unsere Untergewichtung in 10-jährigen japanischen Staatsanleihen gegenüber Cash geschlossen.

**Wir haben unsere Untergewichtung in 10-jährigen japanischen Staatsanleihen gegenüber Cash geschlossen.** Die Inflation in Japan ist langsamer gestiegen als von uns ursprünglich erwartet. Mittlerweile wird über zusätzliche Stimulierungsmassnahmen und / oder Zinssenkungen spekuliert. Wir halten dies für unwahrscheinlich, aber das Potenzial von Zinssenkungen reduziert die Asymmetrie, die diese Position unserer Ansicht nach geboten hat.

Wir haben eine Übergewichtung im britischen Pfund gegenüber dem australischen Dollar eröffnet.

Wir sind in globalen Aktien gegenüber erstklassigen Anleihen übergewichtet und ergänzen diese Position durch eine Put-Option auf den S&P 500.

Wir sind in japanischen Aktien gegenüber Aktien der Eurozone übergewichtet.

Wir sind in USD-Staatsanleihen aus Schwellenländern gegenüber britischen Aktien übergewichtet.

Wir sind im australischen Dollar gegenüber dem US-Dollar untergewichtet.

Wir halten eine übergewichtete Position in einem Korb aus Hochzinswährungen von Schwellenländern gegenüber einem Korb aus niedriger verzinslichen Währungen.

**Wir haben eine Übergewichtung im britischen Pfund gegenüber dem australischen Dollar eröffnet.** Die britische Wirtschaft behauptet sich gut und die Inflation liegt im von der Bank of England (BoE) festgelegten Zielbereich. Die BoE könnte sogar eine Zinserhöhung vornehmen, falls die Unsicherheit nachlässt. Der Markt scheint eine Wahrscheinlichkeit von 40% bis 50% für einen ungeordneten Brexit im Oktober zu eskomptieren. Wir sind etwas weniger pessimistisch. Gemessen an der Kaufkraftparität ist das britische Pfund stark unterbewertet. Die australische Wirtschaft schwächt sich unterdessen ab. Wir gehen davon aus, dass die Reserve Bank of Australia die Zinsen selbst dann weiter senken wird, wenn die globalen Wirtschaftsbedingungen günstig bleiben.

Wir halten weiterhin folgende Positionen:

**Wir sind in globalen Aktien gegenüber erstklassigen Anleihen übergewichtet und ergänzen diese Position durch eine Put-Option auf den S&P 500.** Sollten die von uns überwachten Risikoszenarien nicht eintreten, können Aktien unserer Ansicht nach weiter moderat zulegen. Aktien sind eher fair bewertet als teuer und die Aktienrisikoprämie liegt bei 5,8% gegenüber dem langfristigen Durchschnitt von 3,9%. Gegen das Risiko stärkerer Volatilität oder das Eintreten unserer Abwärtsszenarien schützen wir uns mit einer Put-Option auf den S&P 500 mit einem Ausübungspreis von 2700.

**Wir sind in japanischen Aktien gegenüber Aktien der Eurozone übergewichtet.** Seit Anfang dieses Jahres sind die Kurse japanischer Aktien nur um 6% gestiegen, verglichen mit fast 16% bei globalen Aktien und fast 17,5% bei Aktien der Eurozone. Sowohl die Eurozone als auch Japan sind sehr stark vom globalen Zyklus abhängig. Unserer Ansicht nach hat der Markt in der Eurozone bereits eine Konjunkturerholung eskomptiert, Japan dagegen noch nicht. Deshalb halten wir die Aktien der Eurozone für gefährdeter, falls die Handelsspannungen anhalten.

**Wir sind in USD-Staatsanleihen aus Schwellenländern gegenüber britischen Aktien übergewichtet.** Britische Aktien scheinen mit einer Dividendenrendite von 4,8% zunehmend attraktiv bewertet zu sein. Der britische Markt galt bislang als konservativer Markt mit geringerem Risiko. Durch die anhaltende Brexit-Unsicherheit könnte sich das Merkmal des Marktes allerdings ändern, was zu einer höheren Risikoprämie führen würde. Die Renditen in Lokalwährung könnten begrenzt sein, falls das Pfund aufwertet. Die längerfristigen Risiko-Rendite-Aussichten für USD-Staatsanleihen aus Schwellenländern sind bei Risikoprämien von 354 Bp. gegenüber US-Treasuries aus unserer Sicht günstiger.

**Wir sind im australischen Dollar gegenüber dem US-Dollar untergewichtet.** Der australische Dollar ist eine zyklische Währung und gerät in der Regel unter Druck, wenn die Risikoaversion zunimmt. Die Reserve Bank of Australia hat ihren Leitzins wegen des sich abkühlenden inländischen Wachstums im Juni um 25 Bp. gesenkt. Wir rechnen mit weiteren Zinssenkungen im August und im November 2019. Dies könnte bedeuten, dass in einem risikoaversen Szenario mit einer Abwertung der Währung zu rechnen ist. Andererseits würde der australische Dollar in einem risikofreudigen Umfeld vermutlich nicht wesentlich steigen. Damit ist er derzeit ein attraktiver Kandidat für eine Portfoliountergewichtung.

**Wir halten eine übergewichtete Position in einem Korb aus Hochzinswährungen von Schwellenländern (indonesische Rupiah, indische Rupie und südafrikanischer Rand) gegenüber einem Korb aus niedriger verzinslichen Währungen (australischer Dollar, neuseeländischer Dollar und Taiwan-Dollar).** Diese Währungen dürften vom günstigen Umfeld für Carry-Trades und der stabilen Wirtschaftstätigkeit weltweit und in den Schwellenländern profitieren.

Wir sind im Euro gegenüber dem Schweizer Franken übergewichtet.

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

**Wir sind im Euro gegenüber dem Schweizer Franken übergewichtet.** Auf kurze Sicht dürfte der Schweizer Franken von den Kapitalzuflüssen in «sichere» Anlagen profitieren, sollten sich die Handelsspannungen zwischen den USA und China weiter zuspitzen. Unseres Erachtens liegt der faire Wert auf Basis der Kaufkraftparität bei CHF 1.19 pro Euro gegenüber aktuell 1.11. Wir rechnen mittelfristig mit einer Schwäche des Schweizer Frankens, denn die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird wohl abwarten müssen, bis die EZB ihren geldpolitischen Kurs ändert, bevor sie Massnahmen ergreift, und die EZB hat eine moderatere Haltung eingenommen.

**Wir sind in der norwegischen Krone gegenüber dem Schweizer Franken und dem kanadischen Dollar übergewichtet.** Da die Inflation in Norwegen über dem Zielwert der Norges Bank und das Wachstum immer noch deutlich über dem Trendwachstum liegt, dürfte die Notenbank dieses Jahr noch eine weitere Zinserhöhung ins Auge fassen. In der Eurozone hat die EZB hingegen eine moderatere Haltung eingenommen. Wir gehen davon aus, dass die SNB abwartet, bis die EZB Schritte ergreift, bevor sie ihre Geldpolitik ändert. Die Aussichten für den kanadischen Dollar schätzen wir aufgrund der anhaltenden Schwäche des kanadischen Wohnimmobilienmarktes und des Risikos von Zinssenkungen in Nordamerika ebenfalls vorsichtig ein.



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](https://twitter.com/UBS_CIO)

## UBS Investor Forum Erkenntnisse

An unserem Investor Forum in diesem Monat haben wir externe Experten gebeten, die Aussichten für die US-Zinsen und die Wirtschaft zu beurteilen.

- Die Teilnehmer stimmten mit uns überein, dass die von den Märkten eskomptierten Zinssenkungen der Fed übertrieben sind. Daher teilten sie unsere Begeisterung für eine Position in 2-jährigen US-Treasuries gegenüber Cash.
- Die Teilnehmer waren alle der Ansicht, dass die US-Wirtschaft bis Ende 2019 relativ stabil bleiben wird und eine Rezession abwenden kann.
- Es wurde auch die Ansicht vertreten, dass Protektionismus und Klimawandel auf längere Sicht eine Gefahr für das Wachstum darstellen.



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 eingestuften 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 angegebenen 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 steuertechnischer – 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](http://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 Mobiliários Ltda, UBS Asesoros 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 / Externe 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 Annæ Plads 13, 1250 Kopenhagen, Dänemark, bei der Danish Commerce and Companies Agency unter der Nummer 38 17 24 33 eingetragten, verteilt werden. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial of UBS Europe SE,

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. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial of 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. / 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 Wertpapieranlagerberatung, 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 Anlagendienstleistungen 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 Anlagendienstleistungen 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.