

UBS Outlook Schweiz

Inflationsentwicklung nach der Corona-Krise

November 2020

Chief Investment Office GWM

Finanzanalyse



Für Anlegerinnen und Anleger mit Wohnsitz in der Schweiz

UBS Outlook Schweiz

4. Quartal 2020

Bitte beachten Sie die wichtigen rechtlichen
Informationen am Ende der Publikation.

Regional CIO Schweiz:
Dr. Daniel Kalt

Chefredaktion:
Dr. Alessandro Bee
E-Mail: alessandro.bee@ubs.com

Redaktion:
Agnes Zavala

Redaktionsschluss:
7. Oktober 2020

Desktop:
CIO content design

Titelbild: Unsplash / Charles Deluvio

Sprachen:
Deutsch, Englisch, Französisch und Italienisch

Kontakt:
ubs.com/cio

Editorial



Daniel Kalt
Chefökonom Schweiz

Geschätzte Leserin, geschätzter Leser

Die Weltwirtschaft wie auch die Schweizer Wirtschaft erholen sich Schritt für Schritt von der tiefen Rezession, die die Lockdowns während der ersten Corona-Welle ausgelöst haben. Enorme geld- und fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen sowie vor allem die hohe Flexibilität und Anpassungsfähigkeit der Unternehmen in der Krisensituation haben dazu beigetragen, dass die Konjunkturerholung zügig einsetzen und an Breite gewinnen konnte. An den Finanzmärkten halfen die massiven Liquiditätsspritzen der Zentralbanken die Anlegerinnen und Anleger zu beruhigen und sorgten dafür, dass die Aktienmärkte sich von ihren Tiefpunkten Mitte März rasch erholen konnten. Die von den Notenbanken dafür eingesetzten Mittel sprengen sämtliche historischen Massstäbe. Allein die US-Notenbank Federal Reserve hat ihre Bilanz und damit die Geldmenge im Wirtschaftskreislauf seit Ausbruch der Pandemie von rund 4000 Milliarden auf etwa 7000 Milliarden US-Dollar ausgedehnt.

Die Geldmengenausweitung hat aber schon weit vorher begonnen. Wenn wir das Referenzjahr 2006 als Ausgangspunkt nehmen, dann haben die

grossen Zentralbanken der westlichen Welt ihre Bilanzen seit der Finanz- und Eurokrise und bis vor Ausbruch der Corona-Pandemie um das Vier- bis Achtfache erhöht. Seither sind die Geldmengen um die Faktoren sechs (für die Eurozone), neun (Schweiz) bis 13 (Grossbritannien) ausgedehnt worden. Angesichts dieser enormen Geldschwemme fragen sich viele, weshalb die Inflation nicht schon lange deutlich angestiegen ist und die Notenbanken sich heute gar den Vorwurf gefallen lassen müssen, ihre Inflationsziele von rund zwei Prozent über die vergangenen Jahre nicht erreicht zu haben. Für die Schweizerische Nationalbank ist diese Diskrepanz besonders eklatant, lag doch die Teuerung immer wieder deutlich im negativen Bereich. Dies nahmen wir zum Anlass, uns in dieser Ausgabe von *UBS Outlook Schweiz* etwas intensiver mit der Entwicklung der Inflation und den Implikationen für die Geldpolitik auseinanderzusetzen.

Viel Vergnügen bei der Lektüre

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'D. Kalt'.

Nach Corona: Inflation oder Deflation?

Alessandro Bee, Ökonom; Daniel Kalt, Chefökonom; Florian Germanier, Ökonom

Die COVID-19-Krise lastet in den nächsten Jahren auch auf Schweizer Preisen, Löhnen und den Inflationserwartungen. Die SNB wird ihre ultra-expansive Geldpolitik voraussichtlich weiter verfolgen, um eine Deflation zu verhindern. Längerfristig birgt aber die starke Liquiditätszufuhr der Nationalbank auch Risiken. Eine starke Inflation ist allerdings unwahrscheinlich.

Seit gut zehn Jahren stagnieren die Konsumentenpreise in der Schweiz. Mit der Corona-Krise steht die Inflation nun am Scheideweg. Einerseits übt die tiefe Rezession weiteren Druck auf Preise und Löhne aus, womit das Risiko steigt, dass die Preise hierzulande dauerhaft sinken und die Schweiz in eine Deflation abrutscht. Zwar waren auch im letzten Jahrzehnt Perioden mit fallenden Preisen zu verzeichnen, die Inflation kehrte aber immer wieder zurück.

Andererseits versucht die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit starken Liquiditätsinjektionen die Auswirkungen der COVID-19-Krise abzufedern. Diese Geldpolitik dürfte sich in den nächsten Jahren fortsetzen und könnte den Grundstein für eine deutlich höhere Inflation legen – die im schlechtesten Fall der Nationalbank entgleitet.

Das macht den längerfristigen Inflationsausblick so unsicher wie kaum zuvor. Zusätzliche Brisanz bringt, wenn man nicht nur die Konsumentenpreise als Massstab zur Inflationsmessung miteinbezieht, sondern auch die Preise von Immobilien und Aktien, die in den letzten 15 Jahren stark angestiegen sind. Damit stellt sich die Frage, ob die Inflation nicht bereits heute da ist.

Inflationsrückgang seit 1995

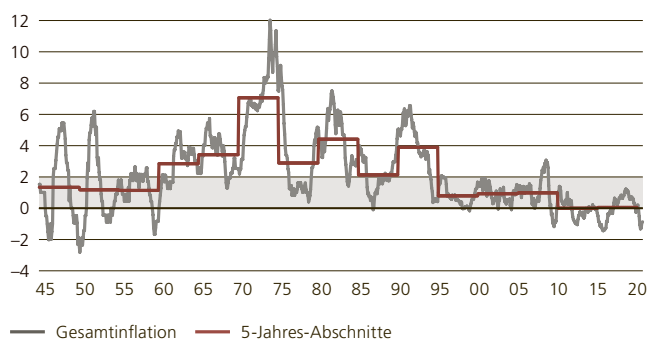
Abbildung 1 unterteilt die Entwicklung der Schweizer Konsumentenpreise nach dem Zweiten Weltkrieg in vier Phasen. Bis 1960 lag die Inflation stabil bei einem Prozent, zwischen 1960 und 1995 war sie sehr volatil und kletterte deutlich über zwei Prozent, einem Niveau, das die SNB heute als zu hoch bezeichnen würde. Bis 2010 beruhigte sich der Preisauftrieb wesentlich und betrug im Schnitt nur noch ein Prozent pro Jahr, seither stagnieren die Konsumentenpreise.

Der deutliche Inflationsrückgang seit 1993 ist auf mehrere Gründe zurückzuführen, beispielsweise auf die Veränderung der Weltwirtschaft und den technologischen Fortschritt. Die Globalisierung hat es den Unternehmen erlaubt, ihre Wertschöpfungsketten weltumfassend aufzuspannen und damit viele Produkte kostengünstiger zu

Abbildung 1

Inflation seit 1995 unter 2 Prozent

Monatliche Gesamtinflation (mit Erdölpreisen) im Vorjahresvergleich und 5-Jahres-Durchschnitt in Prozent (Zeitabschnitt 1945 bis 1949, 1950 bis 1954 usw.), die graue Fläche stellt den heute geltenden Zielbereich der SNB für die Inflation dar



Quellen: Bundesamt für Statistik, UBS

produzieren. Das widerspiegelt sich in der Preisentwicklung von Kleidern und Schuhen (Abbildung 2).

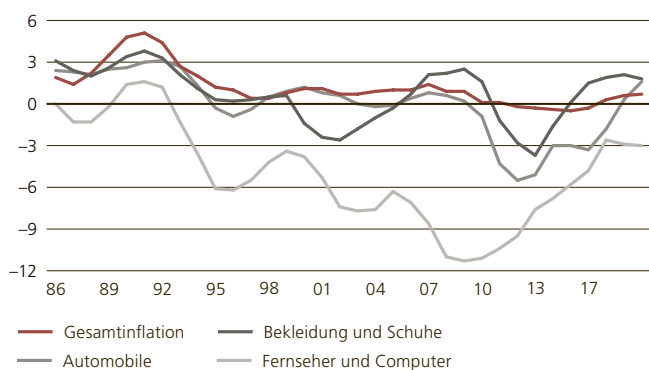
Der technologische Fortschritt hat nicht nur zu neuen Produkten geführt, sondern diese auch fortlaufend günstiger gemacht, wie die Preisentwicklung für Fernseher und Computer zeigt. Hinzu kommt, dass der Schweizer Franken sich seit 2007 gegenüber dem Euro um fast 35 Prozent aufgewertet hat, was zu einem zusätzlichen Preisdruck auf Importgüter wie Autos geführt hat. Die Preisentwicklung der importierten Waren lag in den letzten Jahren deutlich unter der Gesamtinflation und trug massgeblich zur sinkenden Inflationsrate bei.

Zudem hat sich der Preisauftrieb grossflächig abgekühlt, auch bei Löhnen und Dienstleistungen (Abbildung 3). In den 1990er-Jahren lag das nominale Lohnwachstum bei 2,6 Prozent, zwischen 2000 und 2010 bei 1,7 Prozent und im letzten Jahrzehnt lediglich bei 0,7 Prozent. Bei den Dienstleistungen, die 60 Prozent des Konsumentenpreisindex ausmachen, ergibt sich ein ähnliches Bild.

Abbildung 2

Tiefere Preise für Importgüter führen zu rückläufiger Inflation

Preisentwicklung für verschiedene (Import-)Güter und die Gesamtinflation im Vorjahresvergleich in Prozent (3-Jahres-Durchschnitt)

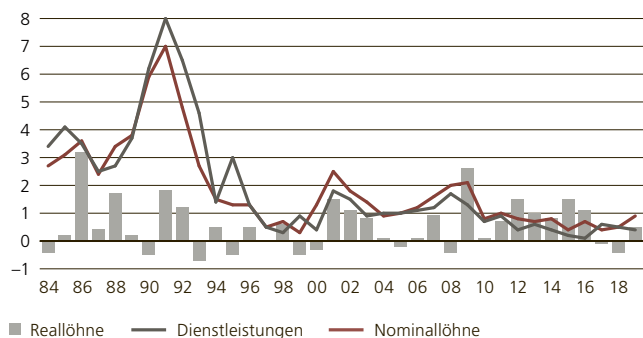


Quellen: Bundesamt für Statistik, UBS

Abbildung 3

Lohnwachstum verblasst – aber Reallöhne bleiben konstant

Entwicklung der Nominal- und Reallöhne sowie der Inflation im Dienstleistungsbereich, jeweils im Vorjahresvergleich in Prozent



Quellen: Bundesamt für Statistik, UBS

Trotz der massiven Ausdehnung der Geldmenge durch die SNB war auch in den letzten Jahren kein erhöhter Preisdruck zu spüren. Die SNB hat seit 2008 ausländische Devisen im Wert von 800 Milliarden Franken aufgekauft, um eine exzessive Frankenaufwertung zu verhindern. Es gelang ihr, durch die Devisenmarktinterventionen den Wechselkurs zu stabilisieren und einen weiteren Rückgang der Inflation zu verhindern, erhöht wurde sie dadurch jedoch nicht. Die zusätzliche Liquidität floss als Hypotheken in den Schweizer Immobilienmarkt (rund 400 Milliarden Franken) oder blieb im Bankensystem (rund 600 Milliarden Franken) liegen. Daraus resultierte aber kein starker Rückenwind für die Schweizer Wirtschaft, der zu einer Überlastung der Ressourcen und so zu Inflation führen konnte.

Tiefes Inflationsumfeld hat Wirtschaft nicht geschadet

Die SNB peilt eine Inflation von 1 Prozent an, da aber eine genaue Steuerung in einem vom Wechselkurs abhängigen Land kaum möglich ist, gilt ein Zielband von 0 und 2 Prozent. Obschon die Schweizer Konsumentenpreise seit einem Jahrzehnt am unteren Rand dieser Bandbreite liegen, also am Rand zu einer Deflation, hat das der hiesigen Wirtschaft nicht geschadet. Dazu trug vor allem der Rückgang der Importgüterpreise bei. Dieser hat den Schweizer Haushalten mehr reale Kaufkraft beschert, ohne gleichzeitig die inländischen Löhne zusätzlich unter Druck zu setzen. Bei einer Frankenaufwertung beispielsweise verringert sich die Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exportfirmen, die höhere reale Kaufkraft der Haushalte durch die tieferen Importpreise kann aber wenigstens einen Teil des Schadens wieder ausgleichen.

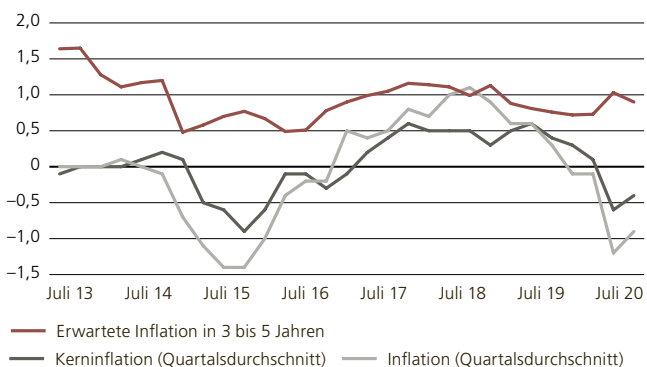
Trotz des sehr tiefen Lohnwachstums mussten Schweizer Arbeitnehmende nur in fünf der letzten 20 Jahren Reallohnverluste hinnehmen und das Reallohnwachstum liegt seit 2000 gar über dem Durchschnitt seit 1980. Der Rückgang der Importpreise hat die Lohnverhandlungen zwischen den Sozialpartnern wesentlich erleichtert.

Die Inflationserwartungen der Unternehmen sind stabil geblieben. Die von der SNB befragten Verantwortlichen erwarteten über drei bis fünf Jahre eine Inflationsrate zwischen 0,5 und 1 Prozent (Abbildung 4). Zwar lag die Inflation im letzten Jahrzehnt systematisch unter den Erwartungen, weil sich aber die Wirtschaftsauslastung fortlaufend verbesserte, gingen die Unternehmen für die Zukunft weiter von einer Teuerung aus, die nahe beim Zielwert der SNB liegt.

Abbildung 4

Längerfristige Inflationserwartungen bisher stabil

Inflationserwartungen der Unternehmen in Prozent gemäss den Unternehmensgesprächen der SNB, die im Quartalsheft publiziert werden, sowie Gesamt- und Kerninflation im Vorjahresvergleich (Quartalsdurchschnitt)



Quellen: SNB Quartalshefte (Konjunktursignale), UBS

Corona-Krise als Treiber

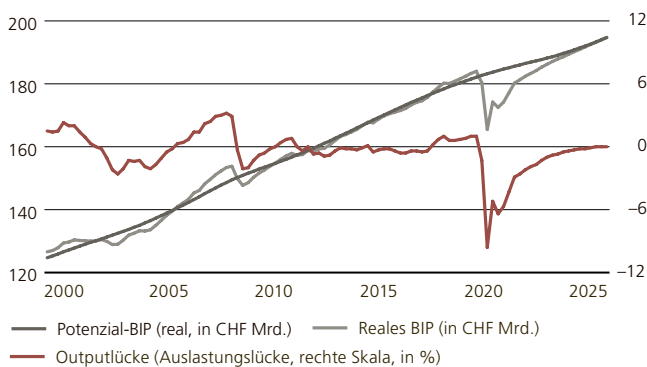
Der Inflationsausblick für die nächsten Jahre ist von der COVID-19-Krise geprägt, die zu einer massiven Unterauslastung der Wirtschaft führt. Wir erwarten, dass das Schweizer Bruttoinlandprodukt erst im Jahr 2022 wieder das Niveau von Ende 2019 erreicht, eine Normalisierung der Auslastung wird wohl erst deutlich später erfolgen (Abbildung 5). Das dürfte Inflation und Lohnwachstum weiter schwächen.

Gleichzeitig existieren aber auch Faktoren, die in den nächsten Jahren zu einer höheren Inflation führen können. Mit der Erholung der Weltwirtschaft dürfte der Erdölpreis steigen, was im Jahr 2021 die Preisentwicklung hierzu-

Abbildung 5

Produktionslücke weit geöffnet

Entwicklung des realen Bruttoinlandprodukts (BIP), des Potenzial-BIP und der daraus resultierenden Produktions- oder Auslastungslücke; bis 1Q20 Daten des SECO, ab 2Q20 UBS-Schätzungen



Quellen: Seco, UBS

lande wieder in den positiven Bereich zurückbringen könnte. Längerfristig wird sich deswegen die Inflation aber kaum beschleunigen, zu gering ist heutzutage der Einfluss der Ölpreise. Der Franken ist gegenüber dem Euro deutlich überbewertet und sollte sich deshalb tendenziell abwerten und die steigenden Importpreise zu mehr Inflation führen. Die Überbewertung des Frankens dürfte angesichts der strukturellen Probleme der Eurozone aber andauern, eine allfällige Abwertung deshalb nur gering ausfallen und damit auch wenig Inflationspotenzial mit sich bringen.

Andere Inflationstreiber sind längerfristiger Natur. Die COVID-19-Krise hat die Anfälligkeit von globalisierten Wertschöpfungsketten aufgezeigt. Diese zu entglobalisieren, macht die Wertschöpfung zwar stabiler, erhöht aber auch die Kosten und damit die Preise, was auf lange Sicht zu einer höheren Inflation führen kann. Ähnliches gilt auf dem Arbeitsmarkt. Die Alterung der Gesellschaft kann über die nächsten zwanzig Jahre zu einem Arbeitskräfte-mangel und damit zu Lohndruck führen. Kommt es aber in den Bereichen Robotik und Automatisierung oder Digitalisierung zu einem grossen Schritt nach vorne, so kann möglicherweise auch der zu erwartende Arbeitskräfte-mangel keine höhere Inflation bewirken.

Deflationäre Risiken in den nächsten Jahren

In der langen Frist könnten Inflationsrisiken wieder in den Vordergrund rücken, die SNB wird ihr Augenmerk aber wahrscheinlich vorerst auf Deflationsrisiken legen.

Nach dem COVID-19-Schock besteht das Risiko, dass die Nominallöhne in der Schweiz kaum oder gar nicht mehr steigen. Steigende Nominallöhne – auch wenn nur im geringen Ausmasse – verhelfen dem Arbeitsmarkt zu Flexibilität. Diese könnte in den nächsten Jahren verloren gehen. Schweizer Arbeitnehmende sind zwar bereit, punktuell Lohnreduktionen zu akzeptieren, wie das 2015 beobachtet werden konnte. Es ist aber fraglich, ob sie bereit sind, flächendeckend Lohnkürzungen hinzunehmen. Sind sie das nicht, haben die Sozialpartner beispielsweise bei einer Frankenaufwertung nicht mehr die Möglichkeit, durch Lohnzurückhaltung die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu verbessern und so Entlassungen zu vermeiden. Akzeptieren die Arbeitnehmenden hingegen Lohnkürzungen, könnten die Preise auf breiter Front ins Rutschen geraten und die Schweizer Wirtschaft für einen langen Zeitraum in eine Deflation führen. Lohnwachstum an der Nullgrenze ist mit hohen Risiken verbunden und die SNB dürfte deshalb ihre extrem expansive Geldpolitik über die nächsten Jahre weiterführen, wenn nicht gar verschärfen, um die Löhne von dieser Grenze wegzuhalten.

In diesem Umfeld sind Inflationserwartungen von 1 Prozent, wie das in der SNB-Umfrage zum Ausdruck kommt, wahrscheinlich zu hoch angesetzt. Eine nachhaltige Erholung der Inflation dürfte länger brauchen – selbst wenn es der Nationalbank gelingt, die deflationären Risiken abzuwenden. Eine Bandbreite von 0 bis 0,5 Prozent scheint uns realistischer. Das hat auch Auswirkungen auf das Lohnwachstum, das wir mittelfristig bei 0,5 bis 0,75 Prozent erwarten.

Deflationäre Risiken kurz- und mittelfristig im Vordergrund, längerfristig kann auch Inflation wieder zum Thema werden

Starker Inflationsschub wenig wahrscheinlich

Entglobalisierung und Veränderungen am Arbeitsmarkt können langfristig wieder zu einer höheren Teuerung führen, die stärksten Inflationsängste sind heute aber mit der in den letzten Jahren geschaffenen Liquidität verbunden. Seit Ausbruch der grossen Finanzkrise im Jahr 2008 haben die Zentralbanken der wichtigsten Industrieländer ihre Bilanzen – und damit die Geldmengen im Wirtschaftssystem – um das Sechs- bis Dreizehnfache ausgedehnt. Hier besteht tatsächlich das Potenzial, eine Inflation zu schaffen, die die 2-Prozent-Marke dauerhaft überschreitet und möglicherweise gar entgleitet.

Eine starke Inflationsentwicklung kann über eine grosse Nachfrage oder aber über einen Vertrauensverlust in die Währungsordnung entstehen. Führt die heute extrem expansive Geldpolitik zu einem deutlichen globalen Wachstum und zu einer ebensolchen Abwertung des «sicheren Hafens» Schweizer Franken, so könnte die hiesige Wirtschaft über Jahre hinweg stark wachsen. Daraus würden nach und nach höhere Löhne, höhere Verkaufspreise und letztendlich eine stärkere Inflationsentwicklung resultieren. Allerdings hat der Aufschwung im letzten Jahrzehnt keine Inflationsdynamik entfacht und heute steckt die Schweizer Wirtschaft in einer tiefen Rezession. Ein solches Szenario ist deshalb in den kommenden Jahren unwahrscheinlich.

Eine stark expansive Geldpolitik kann aber auch das Vertrauen der Investoren in die Währung zerstören und eine Flucht in andere Währungen oder in Realwerte auslösen. Die folgende Abwertung führt zu stark steigenden Importpreisen und setzt eine Inflationsspirale in Gang. Dafür braucht es aber extreme Massnahmen seitens der Zentral-

bank. Ein Beispiel hierfür wäre das sogenannte Helikoptergeld: Die Zentralbank wirft – bildlich gesprochen – Notenbündel aus dem Helikopter über der Wirtschaft ab. Resultat wäre aber nicht eine moderate und stabile Inflation, sondern eine galoppierende Inflationsentwicklung, die die Wirtschaftsstrukturen beschädigt. Letzten Endes wäre hier die Medizin schlimmer als die Krankheit, weshalb die SNB davon absehen dürfte.

Auch wenn ein solches Szenario wohl kaum eintritt, ganz auszuschliessen ist es dennoch nicht. Die Geldpolitik der SNB ist von der Politik der anderen Zentralbanken abhängig. Für die USA und manche Staaten der Eurozone mag eine galoppierende Inflation weniger folgens schwer erscheinen als beispielsweise die Zahlungsunfähigkeit des Staats. Greifen diese Staaten zu solchen extremen Massnahmen, würde eine massive Frankenaufwertung resultieren. Die Schäden für die Schweizer Exportindustrie könnten dann so gross erscheinen, dass auch die SNB sich gezwungen sähe, den andern Zentralbanken nachzueifern.

Inflation bei Immobilien bereits da, aber das Wohnen in den eigenen vier Wänden wurde kaum teurer

Ist die Inflation bereits da?

Im Gegensatz zu den Konsumentenpreisen sind die Immobilien- und Aktienpreise stark gestiegen. Womit sich die Frage stellt, ob die Inflation nicht bereits da ist, aber von der Nationalbank ignoriert wird. Diese stützt ihr Inflationsziel auf Konsumenten- und nicht auf Anlagepreise.

Der Schweizer Immobilienmarkt ist Nutzniesser der von der SNB geschaffenen Liquidität, was dazu geführt hat, dass sich seit 2008 die Eigenheimpreise im Durchschnitt um 40 Prozent erhöht haben. Der Preis eines typischen Renditeobjektes ist im gleichen Zeitraum um rund 60 Prozent angestiegen und hat sich an Toplagen gar mehr als verdoppelt. Ein mittleres Einkommen reicht heute nicht mehr aus, um sich als junge Familie an einer attraktiven Lage ein Eigenheim leisten zu können. Ebenso haben sich seit 2008 die Preise am Schweizer Aktienmarkt circa verdoppelt. Die Kaufkraft hat sich also in etwa halbiert – gemessen in Vermögenswertpreisen.

Dagegen lässt sich einwenden, dass zwar der Preis der Schweizer Immobilien stark angestiegen ist, nicht aber die Wohnkosten in den eigenen vier Wänden. Wenn die oben erwähnte Familie den Kaufpreis für ein Objekt aufbringen

kann, fallen die laufenden Kosten heute sehr viel geringer aus als noch vor zehn Jahren, weil die Hypothekarzinsen seither stark gesunken sind. Trotz des hohen Preises ist der Kauf einer Immobilie heute immer noch attraktiver als das Mieten eines ähnlichen Objekts, und das, obschon die Mieten im letzten Jahrzehnt nur um rund 0,7 Prozent pro Jahr gestiegen sind. Das deutet nicht darauf hin, dass die Inflation für die Selbstnutzung einer Immobilie in den letzten zehn Jahren besonders hoch gewesen wäre.

Auch wenn Zentralbanken ihren Fokus auf die Konsumentenpreise legen, so empfiehlt es sich für sie, auch die Anlagpreise im Auge zu behalten und wenn nötig Mass-

nahmen zur Preisdämpfung zu ergreifen. Im Schweizer Immobilienmarkt wird dieser Ansatz mit makroprudenziellen Instrumenten schon seit längerer Zeit verfolgt. Einerseits durch die Selbstregulierung der Banken und andererseits durch den antizyklischen Kapitalpuffer. Mit diesem verpflichtet die SNB seit 2013 die Banken, mehr Eigenkapital zu halten, um die Kreditvergabe zu bremsen und damit Fehlentwicklungen im Immobilienmarkt vorzubeugen. Der Kapitalpuffer wurde auf dem Höhepunkt der Corona-Krise zwar deaktiviert, angesichts der weiterhin in die Vermögenswerte fließenden Liquidität dürfte die SNB auf dieses oder ähnliche Instrumente in den nächsten Jahren aber wieder zurückgreifen.

Machen personalisierte Preise Inflationsmessungen überflüssig?

Ob als Vergünstigung für Studierende oder Senioren im Theater, als Bundle-Angebot für Internetvielnutzer oder als Feilschen auf dem Flohmarkt: Personalisierte Preise finden bereits heute vielerorts ihre Anwendung. Mit der raschen Digitalisierung und den Fortschritten im Bereich der künstlichen Intelligenz wird sich dieser Trend weiter verstärken. Wenn aber schlussendlich jede Person unterschiedlich viel für die gleiche Leistung oder das gleiche Produkt bezahlt, sind dann Konsumentenpreise überhaupt noch repräsentativ, ist die heutige Inflationsmessung noch sinnvoll und soll sich die Nationalbank daran ausrichten?

Erhält jeder einen personalisierten Preis, sind die Konsumentenpreise tatsächlich nicht mehr repräsentativ. Für die Inflationsmessung ist aber nicht der Preis an sich, sondern seine Veränderung über die Zeit relevant. Die treibenden Kräfte hinter der Kostenveränderung für die Unternehmen und damit der Preise (Wechselkurs, Rohstoffpreise, Löhne, Nachfragesituation) betreffen alle Produkte eines Unternehmens, auch wenn diese zu personalisierten Preisen verkauft werden. Auch wenn Konsumenten unterschiedliche Preise zahlen, sollten die Veränderungen doch ähnlich ausfallen, weil die dahinterstehenden Kostentreiber die gleichen sind. Das bedeutet aber auch, dass die Inflationsmessung und damit die Geldpolitik der Nationalbank auch in einer Welt mit personalisierten Preisen weiterhin Sinn macht.

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 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 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. 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.

Optionen und Futures eignen sich nicht für alle Anleger, und der Handel mit diesen Instrumenten ist mit Risiken behaftet und möglicherweise nur für erfahrene Anleger geeignet. Vor dem Kauf oder Verkauf einer Option und um sich einen Überblick über alle mit Optionen verbundenen Risiken zu verschaffen, benötigen Sie ein Exemplar des Dokuments «Characteristics and Risks of Standardized Options» (Merkmale und Risiken standardisierter Optionen). Sie können dieses Dokument unter <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> lesen oder bei Ihrem Finanzberater ein Exemplar verlangen.

Die Investition in strukturierte Anlagen ist mit erheblichen Risiken verbunden. Für eine detaillierte Beschreibung der Risiken, die mit der Investition in eine bestimmte strukturierte Anlage verbunden sind, müssen Sie die betreffenden Angebotsunterlagen für diese Anlage lesen. Strukturierte Anlagen sind unbesicherte Verpflichtungen eines bestimmten Emittenten, wobei die Renditen an die

Wertentwicklung eines Basiswerts gebunden sind. Je nach Ausgestaltung der Anlagebedingungen können Anleger aufgrund der Wertentwicklung des Basiswerts den Anlagebetrag ganz oder zu einem erheblichen Teil verlieren. Anleger können zudem den gesamten Anlagebetrag verlieren, wenn der Emittent zahlungsunfähig wird. UBS Financial Services Inc. übernimmt keinerlei Garantie für die Verpflichtungen oder die finanzielle Lage eines Emittenten oder die Richtigkeit seiner bereitgestellten Finanzinformationen. Strukturierte Anlagen sind keine traditionellen Anlagen, und eine Investition in eine strukturierte Anlage ist nicht mit einer Direktanlage in den Basiswert gleichzusetzen. Strukturierte Anlagen sind möglicherweise begrenzt oder gar nicht liquide, und Anleger sollten sich darauf einstellen, ihre Anlage bis zur Fälligkeit zu halten. Die Rendite strukturierter Anlagen kann durch einen maximalen Gewinn, eine Partizipationsrate oder ein anderes Merkmal begrenzt sein. Strukturierte Anlagen können mit Kündigungsmöglichkeiten ausgestaltet sein. Wenn eine strukturierte Anlage vorzeitig gekündigt wird, würden Anleger in einem solchen Fall keine weitere Rendite erzielen und könnten möglicherweise nicht in ähnliche Anlagen mit ähnlich ausgestalteten Bedingungen reinvestieren. Die Kosten und Gebühren für strukturierte Anlagen sind in der Regel im Preis der Anlage enthalten. Die steuerliche Behandlung einer strukturierten Anlage kann aufwendig sein und sich von der steuerlichen Behandlung einer Direktanlage in den Basiswert unterscheiden. UBS Financial Services Inc. und ihre Mitarbeitenden erbringen keine Steuerberatung. Anleger sollten im Zusammenhang mit ihrer persönlichen Steuersituation ihren eigenen Steuerberater konsultieren, bevor sie in Wertpapiere investieren.

Wichtige Informationen über nachhaltige Anlagestrategien: Nachhaltige Anlagestrategien versuchen, die Faktoren Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) beim Anlageprozess und Portfolioaufbau miteinzubeziehen. So verschieden die Strategien je nach geografischer Region und Anlagestil sind, so unterschiedlich ist deren Vorgehen bezüglich ESG-Analysen und der Einbeziehung der daraus resultierenden Erkenntnisse. Wenn ein Portfoliomanager 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 nachhaltigen Anlagen besteht, sind unter Umständen geringer oder höher als die eines Portfolios, bei dem der Portfoliomanager keine ESG-Faktoren, Ausschlusskriterien oder andere Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigt. Zudem kann ein solches Portfolio Unterschiede hinsichtlich der Anlagechancen aufweisen. 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.

Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» verteilt werden.

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.

Länderinformationen finden Sie unter ubs.com/cio-country-disclaimer-gr oder fragen Sie Ihren Kundenberater nach vollständigen Risikoinformationen.

Fassung B / 2020. CIO82652744

© UBS 2020. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.