

# Pensionskassen- Performance

«UBS Focus»  
die Homepage  
für institutionelle Anleger  
[www.ubs.com/focus](http://www.ubs.com/focus)

Kapitalanlagen von 2006 bis 2018  
und ein Blick in die Zukunft

**Sonderausgabe**

*CIO GWM, Jackie Bauer und Veronica Weisser*



## Fakten zur Anlageperformance der Schweizer Pensionskassen 2006 bis 2018

- Die Pensionskassen in unserem Sample erzielten von Januar 2006 bis Dezember 2018 eine durchschnittliche Rendite von 2,7% pro Jahr (nach allen Gebühren), was kumuliert 42%<sup>1</sup> ausmacht.
- Die grossen Pensionskassen (über CHF 1 Mrd. verwaltete Vermögen) erwirtschafteten die höchsten durchschnittlichen Renditen von 3,1% über den beobachteten Zeitraum, gefolgt von den mittleren (CHF 300 Mio. bis 1 Mrd. verwaltete Vermögen) und den kleinen (unter CHF 300 Mio. verwaltete Vermögen) mit je 2,7% und 2,6%.
- Das insgesamt positive Ergebnis wurde von politischen Ereignissen wie der Eurokrise (2012) und der Brexit-Abstimmung (2016) zeitweise beeinträchtigt. Auch wirtschaftliche Ereignisse wie die globale Finanzkrise (2007/08), der Frankenschock (2015) und Volatilität an den Finanzmärkten (2018) hinterliessen ihre Spuren.
- Langfristig schnitten Aktien (Aktien Schweiz p.a. 4,4%, kumuliert 74%; Aktien Welt p.a. 3,2%, kumuliert 50%) und Immobilien (p.a. 5,3%, kumuliert 97%) deutlich besser ab als Anleihen (Anleihen CHF p.a. 2,3%, kumuliert 35%; Fremdwährungsanleihen p.a. 1,9%, kumuliert 28%) und Hedge Funds (p.a. 0,6%, kumuliert 7,4%). In einzelnen Jahren und Monaten traten allerdings signifikante Schwankungen auf. Dies unterstreicht die Bedeutung der Diversifikation.
- Die Anlagestrategie der Pensionskassen war von 2006 bis 2018 relativ konstant bezüglich des Verhältnisses von Aktien, Anleihen, Immobilien und alternativen Anlagen. Während der globalen Finanzkrise gab es jedoch Abweichungen hin zu einer defensiveren Strategie. Diese Veränderungen lassen sich grösstenteils mit den Marktbewegungen und dem Anlageumfeld erklären.
- In naher Zukunft erwarten wir ein volatileres Anlageumfeld, da der Wirtschaftszyklus bereits in einer fortgeschrittenen Phase ist und die Sensitivität gegenüber wirtschaftlichen und geopolitischen Risiken zunehmen dürfte.
- Über die kommenden Jahre rechnen wir mit durchschnittlich geringeren Renditen an den Finanzmärkten als in den vergangenen Jahren, einerseits wegen der konjunkturellen Lage, andererseits wegen der tiefen Zinsen.
- Eine Absicherung der Fremdwährungsanlagen kann die Volatilität reduzieren und in ausländischer Währung erzielte Renditen schützen; sie ist je nach Währung sowie Anlagezeitpunkt und -horizont selektiv zu prüfen.
- Auch die demografische Entwicklung stellt zunehmend eine Herausforderung für die Vorsorgewerke dar. Das Ungleichgewicht wird sich weiter verschärfen, denn immer weniger Beitragszahler stehen einem Beitragsempfänger und der durch ihn entstehenden Finanzierungslücke gegenüber. Dies steigert sowohl die Bedeutung des Kapitalmarkts als «dritten Beitragszahler» als auch die Notwendigkeit von Reformen.

<sup>1</sup> Alle Performanceangaben in dieser Publikation sind gerundet und nach Gebühren. Die Durchschnitte sind geometrisch berechnet.

# Historische Renditetreiber und Anlagestrategie

Seit Januar 2006 erzielten die Schweizer Pensionskassen in unserem Sample<sup>2</sup> im Durchschnitt eine kumulierte Rendite von 42% (Abbildung 1). Das entspricht einer durchschnittlichen Jahresperformance von 2,7%. In einzelnen Jahren wurden zwar herausragende zweistellige Werte erzielt, aber am Höhepunkt der Finanzkrise auch deutlich negative Renditen. Diese zu überwinden dauerte mehr als drei Jahre: vom Höhepunkt im Schlussquartal 2007 über den Tiefpunkt Anfang 2009 und zurück zum Stand von Vorkrisenzeiten im Erstquartal 2011. Seit Mitte 2012 zog die Performance deutlich an und der Wert der Portfolios kletterte fast ununterbrochen nach oben. Im Jahr 2018 wurden erstmals seit 2011 wieder negative Gesamtrenditen verzeichnet.

## Wertentwicklung: insgesamt erfreulich mit temporären Verschnaufpausen

Das Jahr 2006, das erste der Messung, lieferte mit durchschnittlich 6% erfreuliche Renditen<sup>3</sup> (Abbildung 2), die fast ausschliesslich von Aktien und Immobilien getrieben waren. 2007, als sich die globale Finanzkrise abzeichnete, schwächte sich die Performance ab, blieb mit 1,9% aber

immer noch positiv. Im darauffolgenden Jahr 2008 war die Rendite ganz von der Krise geprägt und mit fast –13% die schlechteste in unserer Aufzeichnung. Aktien verloren massiv an Wert und Anleihen trugen trotz der fallenden Zinsen nur bedingt positiv zum Portfolio bei, da die Risikoprämie der Unternehmensanleihen gegenüber den Staatsanleihen förmlich explodierte. Auch der handelsgewichtete Schweizer Franken legte mit der erhöhten Risikoaversion stark zu. Dies unterstreicht die Bedeutung der Währungsabsicherung<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Das Sample besteht aus 70 bis 80 Vorsorgeeinrichtungen, die bei UBS einen Global-Custody-Vertrag haben. Die Zusammensetzung des Sample kann über den Beobachtungszeitraum variieren.

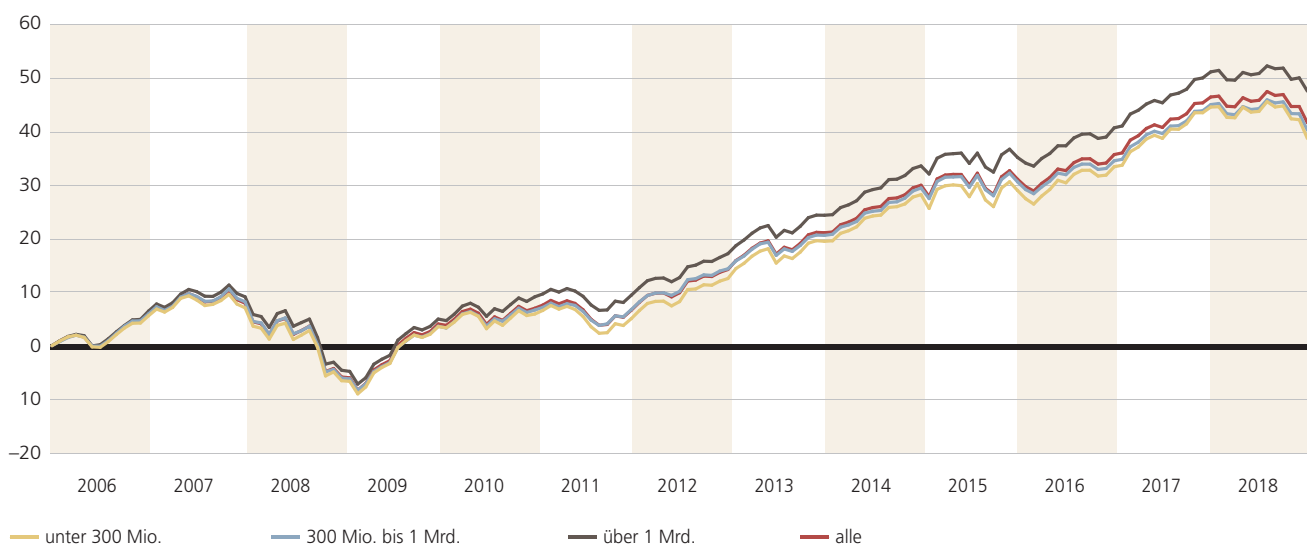
<sup>3</sup> Soweit nicht explizit genannt, beziehen sich die Angaben auf das gesamte Sample. Da alle Daten kapitalgewichtet aggregiert sind, dominieren die grösseren Vorsorgewerke.

<sup>4</sup> Die Art und das Ausmass der Währungsabsicherung der Pensionskassen im Sample ist nicht im Detail aus den Daten zu erkennen. Deshalb beruhen die Anmerkungen bezüglich Währungsabsicherungseffekten auf Annahmen basierend auf den Bewegungen des Schweizer Francs und der grösseren Anlageindizes.

Abbildung 1

## Schweizer Pensionskassen erwirtschafteten über die letzten 13 Jahren 42% Rendite

Durchschnittliche, kumulierte Pensionskassen-Performance Januar 2006 bis Dezember 2018, in %



Quelle: UBS

Bereits im Jahr 2009 wurde der Verlust des Vorjahres zu einem bedeutenden Teil wieder wettgemacht, 10,6% stand in den Büchern der Vorsorgewerke. Die weiterhin fallenden Zinsen zusammen mit der Aufholjagd von Aktien und anderen Anlagen bescherten ein Rekordjahr. Die Jahre 2010 und 2011 muteten dagegen schon wieder nüchtern an. 2010 konnten Investoren noch vom Nachkrisenboom profitieren, sodass die Vorsorgewerke das Jahr mit 2,8% schlossen. Doch im Herbst 2011 versetzte die Eurokrise den Märkten und folglich der Performance der Pensionskassen einen Dämpfer, das Resultat war ein Minus von 0,3%. Die Eurokrise führte zu einer Flucht in den sicheren Hafen Schweizer Franken, was die Schweizerische Nationalbank (SNB) dazu bewog, im September 2011 die EURCHF-Wechselkursuntergrenze von 1.20 einzuführen, um den stetig erstarkenden Franken im Zaum zu halten. Dies dürfte den hiesigen Unternehmen und Fremdwährungsanlagen der Pensionskassen etwas Erleichterung gebracht haben, fungierte doch die Kursuntergrenze als künstliche Währungsabsicherung. Zugleich sah sich die SNB aber auch immer wieder zu Devisenmarktinterventionen gezwungen (Abbildung 3).

Von 2012 bis 2014 folgte ein kumulierter Performanceanstieg von 22% dank dreier konstant guter Jahre aus Renditesicht, mit 7,2%, 6,1% und 7,4%. Fast alle Anlageklassen trugen konsistent zu diesen positiven Ergebnissen bei. In den USA erholten sich die Wirtschaft und die Finanzmärkte von der grössten Krise in Dekaden und die Euro-Krise wurde 2012 mit den berühmten Worten «whatever it takes» vom Vorsitzenden der Europäischen Zentralbank (EZB) Mario Draghi beendet. Daraufhin konnte sich ab 2013 auch das Schweizer Wirtschaftswachstum erholen.

Abbildung 2

### Die Pensionskassen-Performance kann von Jahr zu Jahr volatil sein

Jährliche Pensionskassen-Performance: Januar 2006 bis Dezember 2018, kapitalgewichtet, in %

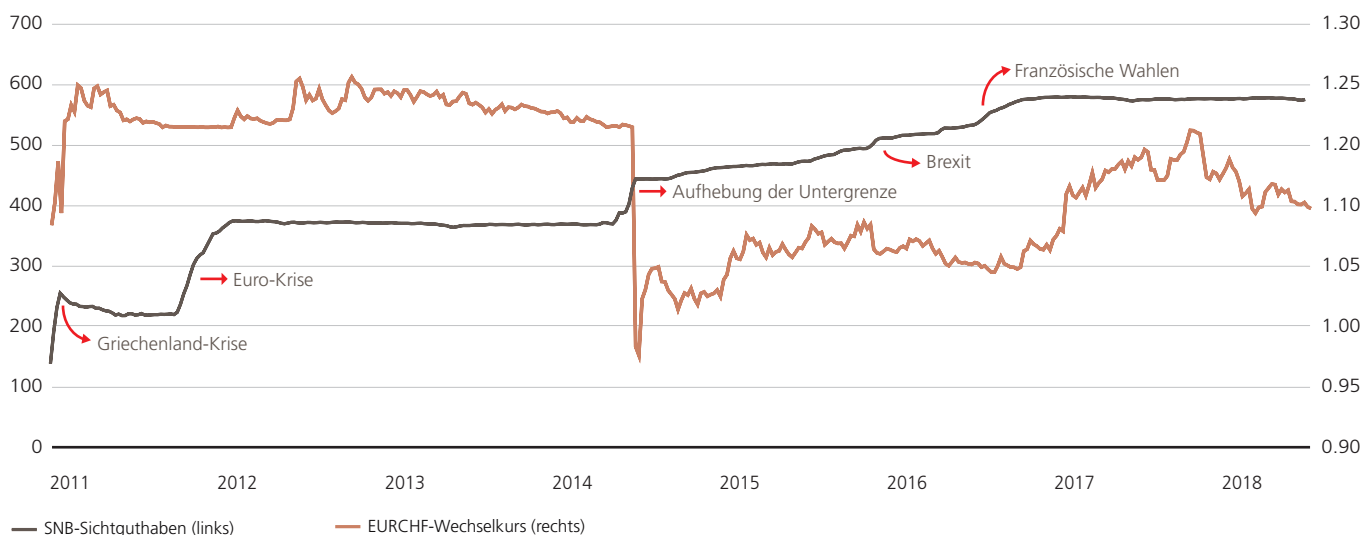
	PK unter 300 Mio.	PK 300 Mio. bis 1 Mrd.	PK über 1 Mrd.	PK alle
2006	5,60	5,97	6,49	5,94
2007	1,42	2,14	2,53	1,92
2008	-12,78	-13,23	-12,64	-12,84
2009	10,88	10,37	10,09	10,59
2010	2,28	2,93	3,97	2,83
2011	-0,81	0,09	0,28	-0,34
2012	7,16	7,16	7,12	7,16
2013	6,21	5,48	6,15	6,05
2014	7,32	7,38	7,44	7,36
2015	0,61	0,88	1,18	0,86
2016	3,46	3,04	4,12	3,54
2017	8,39	7,83	7,46	7,96
2018	-4,06	-3,29	-2,38	-3,29
2006–2018	38,93	40,49	47,81	41,87
2009–2018	48,72	49,59	54,98	50,74
p.a. 2006–2018	2,56	2,65	3,05	2,73
p.a. 2009–2018	4,05	4,11	4,48	4,19

Quelle: UBS

Abbildung 3

### SNB versucht, die Frankenstärke mit Devisenmarktinterventionen einzudämmen

SNB-Sichtguthaben Januar 2012 bis Dezember 2018, in Millionen CHF und EURCHF-Wechselkurs



Quelle: SNB, UBS

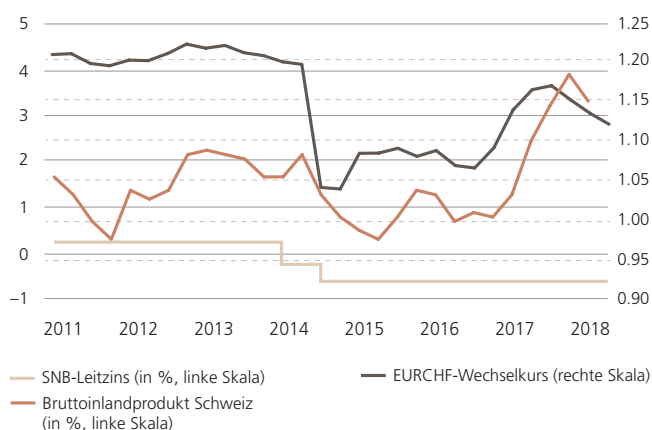
Trotz der insgesamt guten Renditen im Jahr 2014 begannen schon zur Jahresmitte die Ölpreise zu taumeln und sorgten für Aufregung bei den Anlegern. Gleichzeitig kündigte die EZB ein Anleihenkaufprogramm an. In der Folge verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar massiv an Wert. Die Euroschwäche zwang die SNB im Januar 2015, die Kursuntergrenze aufzuheben, was zu einer Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro bis zur Parität führte und Schweizer Aktien ins Bodenlose stürzen liess. Um die Attraktivität des Frankens als Fluchtwährung zu mindern, führte die SNB gleichzeitig Negativzinsen von  $-0,75\%$  ein. Als sich der Franken bald darauf abschwächte, konnte zwar der Schweizer Aktienmarkt die Verluste wieder aufholen, aber die Wirtschaftsleistung litt dennoch (Abbildung 4). Mit einer Rendite von  $0,9\%$  kamen die Pensionskassen 2015 mit einem blauen Auge davon. Die hohe Zinsdifferenz verteuerte aber wohl auch die Währungsabsicherung. Vorsorgewerke, die sich bis damals auf den künstlichen Hedge der SNB verlassen hatten, dürfte es auf dem falschen Fuss erwischt haben.

Mitte 2015 und Anfang 2016 flackerten erste Ängste um eine Verlangsamung der chinesischen Wirtschaft auf. 2016 setzte sich an den Finanzmärkten aber die Erkenntnis durch, dass sich die globale Wirtschaft von der jahrelangen Stagnation löste und gleichzeitig die Inflationsraten tief blieben, sodass die Zentralbanken weiterhin eine sehr expansive Geldpolitik verfolgen konnten. Selbst politische Risiken wie das Brexit-Referendum im Juni oder die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten im November konnten die globale Aufwärtsbewegung an den Finanzmärkten 2016 nicht stoppen. Insgesamt erholte sich die Pensionskassen-Performance gegen Ende 2016 und beendete das Jahr mit einer Rendite von  $3,5\%$ .

Abbildung 4

### Schweizer Konjunktur eng mit dem CHF verbunden

EURCHF-Wechselkurs, SNB-Leitzins und Schweizer Wirtschaftswachstum



Quelle: Bloomberg, UBS

Das Börsenrekordjahr 2017 schlug sich äusserst positiv in den Bilanzen der Pensionskassen nieder; es war das beste Jahr seit der Finanzkrise mit  $8\%$  Rendite. Die Finanzmärkte profitierten weiterhin von der Unterstützung der Zentralbanken, in den USA wurden Steuererleichterungen eingeführt und der globale Handel lief auf Hochtouren. Das vergangene Jahr war zunächst von geopolitischen Spannungen zwischen Nordkorea und den USA geprägt, dann vom Handelskonflikt zwischen China und den USA sowie den befürchteten Folgen eines Wirtschaftsabschwungs. Zusammen mit dem bereits fortgeschrittenen globalen Wirtschaftszyklus, Unruhen in der italienischen und britischen Regierung sowie weiteren Spannungen in Nah- und Fernost führte dies zu erhöhter Volatilität und grösseren monatlichen Schwankungen in der Pensionskassen-Performance 2018. Am Ende wurde es mit  $-3,3\%$  zum schlechtesten seit der Finanzkrise.

### Anlagestrategie: Primär verursacht durch Marktbewegungen

Die durchschnittliche Anlagestruktur aller Pensionskassen (Abbildung 5) in unserem Sample bewegte sich innerhalb der BVG-Richtlinien. Zum Zeitpunkt der Finanzkrise erreichte die Anlagestrategie den konservativsten Stand und wurde seither risikofreudiger, mit mehr Aktien und alternativen Anlagen zulasten von Anleihen und Liquidität. Allerdings erfolgte die Verschiebung über den Beobachtungszeitraum graduell, ohne abrupte Änderungen der Strategie. Im Hinblick auf die historische Anlageklassenperformance dürfte diese Verschiebung primär der Finanzmarktentwicklung zuzuschreiben sein. Aber auch in Anbetracht der demografischen Herausforderungen und der momentan rekordtiefen Zinsen wird die Meinung vertreten, dass eine risikoreichere Anlagestrategie sinnvoll ist.

Die Liquidität befand sich im Jahr 2018 mit durchschnittlich fast  $6\%$  auf demselben Niveau wie vor der Finanzkrise (2006: knapp mehr als  $5\%$ ). Nach der globalen Finanzkrise lag die Liquiditätsquote bis zu zwei Prozentpunkte höher. Der Höchststand von über  $8\%$  wurde im Januar 2015 erreicht. Seit Einführung der Negativzinsen im Dezember 2014 müssen institutionelle Anleger für ihre liquiden Mittel Negativzinsen bezahlen, was mitunter den Rückgang begründet. Die kleinen Pensionskassen mit weniger als CHF 300 Mio. verwalteten Vermögen verzeichneten Ende 2018 mit nur knapp über  $3\%$  eine deutlich geringere Cash-Quote als die grösseren Vorsorgewerke. Eine Überschlagsrechnung zeigt, dass sich die Kosten der Negativzinsen von  $-0,75\%$  bei einem schweizweiten Pensionskassenvermögen von gerundet CHF 900 Mrd. und einer Cash-Quote von  $6,2\%$  im Jahr 2017<sup>5</sup> auf rund CHF 420 Mio. beliefen; die Mindereinnahmen auf Edgenossen wogen noch schwerer.

<sup>5</sup> Laut Swisscanto Pensionskassenstudie 2018

Rund ein Drittel der Pensionskassenvermögen war 2018 in Anleihen angelegt, davon etwa zwei Drittel in CHF-Anleihen und ein Drittel in Fremdwährungsanleihen, ähnlich wie dies schon vor der Krise der Fall war. Mit der Finanzkrise stieg der Anteil der Anleihen in den Portfolios, da diese durch die fallenden Zinsen an Wert und Gewicht gewannen. 2018 lag der Anleihenanteil fast 10 Prozentpunkte unter dem Höchststand von 46% im Mai 2010, denn das Negativzinsumfeld erfordert zunehmend andere Renditequellen. So waren Anleihen in Fremdwährungen seit 2018 gefragt, vermutlich aufgrund des wieder attraktiveren Zinsniveaus in US-Dollar. Bei Fremdwährungsanleihen hatten die grossen Vorsorgewerke mit mehr als CHF 1 Mrd. verwalteten Vermögen ein deutlich grösseres Engagement als ihre kleineren Pendanten. Interessanterweise gab es bei den mittleren Vorsorgewerken mit CHF 300 Mio. bis 1 Mrd. verwalteten Vermögen über die letzten Jahre eine Verschiebung hin zu mehr CHF-Anleihen zulasten der Fremdwährungsanleihen.

Die Aktienquote veränderte sich seit 2006 nur leicht. 2018 machten Aktien durchschnittlich knapp 30% der Portfoliowerte aus; während der Finanzkrise waren es mit 25% etwas weniger. Seit der Krise legten internationale Wertpapiere in den Portfolios aller Vorsorgewerke zu. Der Anteil der Schweizer Titel blieb hingegen relativ stabil, was vermutlich wegen höherer Renditeerwartungen beabsichtigt war. Die grossen Pensionskassen hielten im Durchschnitt einen geringeren Anteil an Schweizer Aktien als die kleineren Vergleichsgruppen.

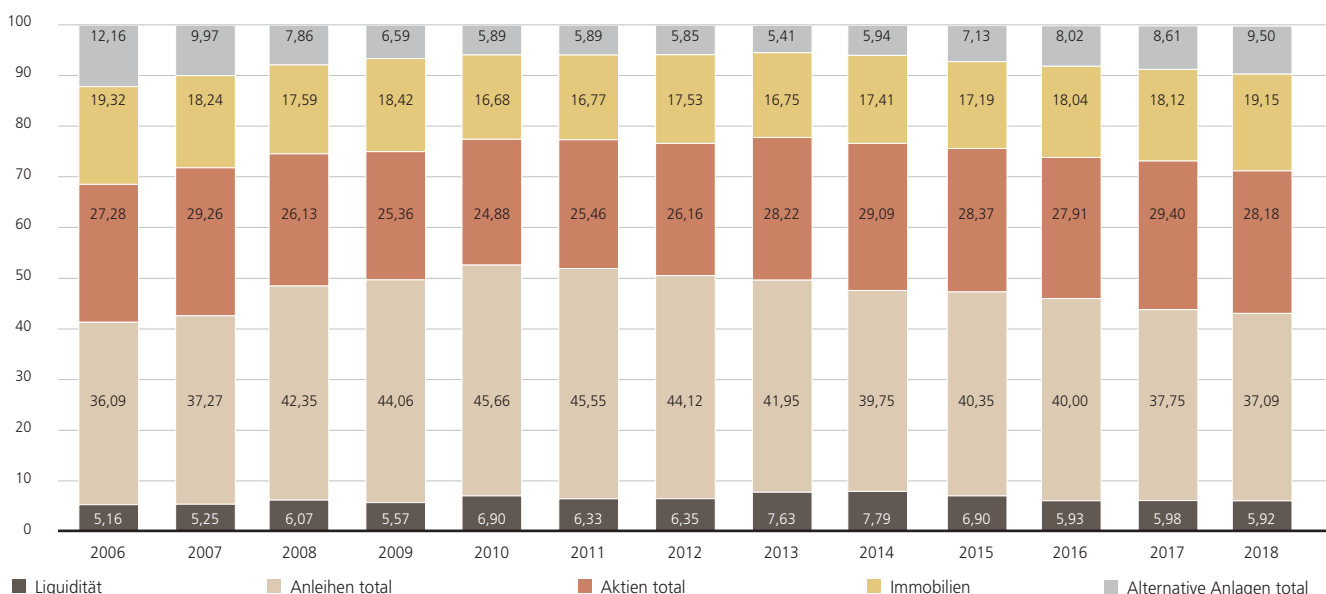
Immobilien und zu einem geringen Anteil Hypotheken trugen 2018 fast 20% zu den Portfolios bei. Auch während der Finanzkrise waren es nur 2 bis 3 Prozentpunkte weniger. Diese waren zumeist in Schweizer (Direkt-)Anlagen investiert, da laut BVG maximal ein Drittel der Allokation im Ausland angelegt sein darf. Anders als im Ausland zählen in der Schweiz Immobilien nicht zu den alternativen Anlagen von Vorsorgewerken. Die übrigen alternativen Anlagen (Hedge Funds, Private Equity, Rohstoffe und andere Anlagen) in den Portfolios der Vorsorgewerke nahmen von 12% im Jahr 2006 über den Tiefstand während der Finanzkrise von knapp über 5% auf heute 9,5% ab.

Die grösste Veränderung in der Anlagestrategie weisen die kleinen Vorsorgewerke mit weniger als CHF 300 Mio. verwalteten Vermögen auf. Deren Portfoliozusammensetzung wurde risikoreicher: Die Liquidität wurde halbiert, Anleihen um fast ein Drittel reduziert, Aktien blieben in etwa gleich und Immobilien sowie alternative Anlagen wurden mehr als verdoppelt. Die Gruppe der grossen Vorsorgewerke mit mehr als CHF 1 Mrd. verwalteten Vermögen repräsentiert den beschriebenen Durchschnitt, da diese Gruppe im kapitalgewichteten Messverfahren dominiert. Die mittleren Vorsorgewerke mit CHF 300 Mio. bis 1 Mrd. verwalteten Vermögen orientierten sich auch nahe am Durchschnitt, wobei einzig die erhöhte Liquiditätsquote zulasten der Anleihen nennenswert ist.

Abbildung 5

### Die über die Jahre leicht schwankende Anlagestrategie ist Folge der Finanzmarktsituation

Anlagestruktur der Pensionskassen im Sample, kapitalgewichtet, in %



Quelle: UBS



## Performance der Anlageklassen: Diversifikation zahlt sich langfristig aus

Über die letzten 13 Jahre trugen alle Anlageklassen kumuliert positiv zum Gesamtergebnis bei (Abbildung 6), jedoch konnte keine der einzelnen Anlageklassen konstant besser abschneiden als die übrigen (Abbildung 7). Das Ergebnis macht deutlich, wie wichtig die Diversifikation für die Renditegeneration ist.

Immobilien machten das Rennen mit 97% Gesamtperformance über 13 Jahre (durchschnittlich 5,3% pro Jahr von 2006 bis 2018). Aktien waren lange Zeit auf Kurs, doch wurden sie vom schlechten vierten Quartal 2018 ausgebremst. Das Ergebnis zeigt auch, dass Schweizer Immobilien im Gegensatz zu vielen internationalen Immobilienmärkten nicht unter der globalen Finanzkrise litten, sondern die auf die Finanzkrise folgende Tiefzinsphase der SNB den Schweizer Immobilienmarkt befeuerte. Berücksichtigt man nur die Zeit nach der globalen Finanzkrise (2009 bis 2018), waren

Aktien jedoch einen Schritt voraus mit 120% / 8,2% für Schweizer Aktien und 127% / 8,5% für internationale Titel im Vergleich zu Immobilien mit 80% / 6%. Dazu trugen vor allem die Jahre 2009, 2012 bis 2014 und 2017 bei. Bezieht man die Periode der Finanzkrise mit ein, lagen die defensiveren Schweizer Aktien mit 75% / 4,4% vor ihren globalen Pendanten mit 50% / 3,2%.

Über den gesamten Zeitraum von 2006 bis 2018 schnitten CHF-Anleihen mit durchschnittlich 2,3% pro Jahr (durchschnittlich 2,5% pro Jahr von 2009 bis 2018) leicht besser ab als Fremdwährungsanleihen mit 1,9% (3,1% von 2009 bis 2018). Kumuliert betragen die Anleihenrenditen 28% bis 35%. Hedge Funds generierten über alle Betrachtungszeiträume die geringste Rendite mit 0,6% pro Jahr über 13 Jahre respektive 2% über 10 Jahre. Der Unterschied im kumulierten Ergebnis von 7,4% von 2006 bis 2016 und von 22% von 2009 bis 2018 zeigt, dass auch Hedge Funds unter der Finanzkrise litten.

Abbildung 6

### Langfristig lohnt es sich, zu investieren

Kumulative und jährliche Durchschnittsperformance der einzelnen Anlageklassen im Sample, kapitalgewichtet, in %

	Anleihen CHF	Anleihen andere	Aktien Schweiz	Aktien global	Immobilien	Hedge Funds
2006–2018	34,87	27,92	74,41	49,87	96,74	7,37
2009–2018	28,32	35,15	120,16	126,56	79,66	22,16
p.a. 2006–2018	2,33	1,91	4,37	3,16	5,34	0,55
p.a. 2009–2018	2,53	3,06	8,21	8,52	6,03	2,02

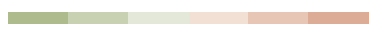
Quelle: UBS

Abbildung 7

### Diversifikation: da keine Anlageklasse konstant besser abschneidet als die übrigen

Durchschnittliche Jahresperformance der einzelnen Anlageklassen im Sample, kapitalgewichtet, in %

	Anleihen CHF	Anleihen andere	Aktien Schweiz	Aktien global	Immobilien	Hedge Funds
2006	0,31	1,00	20,13	16,24	12,17	1,97
2007	-0,12	1,50	0,47	3,44	-0,45	3,68
2008	4,90	-7,67	-34,37	-44,98	-1,93	-16,86
2009	5,64	9,54	23,13	31,98	8,14	2,75
2010	3,39	-4,28	4,40	1,85	6,25	-4,05
2011	5,03	5,86	-8,03	-7,13	5,09	-1,41
2012	3,41	7,04	17,56	13,36	6,93	2,20
2013	-1,36	-2,81	25,03	18,08	4,50	4,11
2014	6,18	12,12	12,45	15,13	7,66	12,66
2015	1,90	-3,11	3,17	-1,74	5,77	3,92
2016	1,11	4,70	-0,22	9,88	6,58	3,47
2017	0,09	4,66	20,81	20,16	6,42	-3,32
2018	0,15	-1,66	-9,40	-9,23	3,10	0,85


  
 stärkste Performance      schwächste Performance

Quelle: UBS

# Einflussfaktoren für die künftige Performance

In den vergangenen Jahren verbuchten viele Pensionskassen sehr erfreuliche Renditen. Die erhöhte Unsicherheit und Volatilität im Jahr 2018 dürften jedoch das Ende dieser Ära eingeläutet haben. Die Anzeichen mehren sich, dass wir uns in einem fortgeschrittenen Stadium des aktuellen Aufschwungs befinden. Die Zentralbanken haben vor einiger Zeit begonnen, ihre nach der Finanzkrise weit geöffneten Liquiditätsschleusen wieder zu schliessen. Seit wenigen Monaten wird nun global gesehen Liquidität entzogen und die Märkte müssen ohne diese langjährige Unterstützung zurechtkommen. Das globale Wachstum ist nach wie vor positiv, aber auch hier erkennen wir erste Anzeichen einer Abkühlung. Die Politik trägt mit Handelsstreit, Protektionismus und Populismus zu diesen Unsicherheiten bei. So ist davon auszugehen, dass wir 2019 in einem schwierigeren Anlageumfeld manövrieren müssen und auch über die nächsten Jahre mit tieferen durchschnittlichen Renditen zu rechnen haben<sup>6</sup>.

## Aktien

Aktien litten vor allem in den letzten Monaten des Jahres 2018 unter der erhöhten Volatilität, was den Anlegern Sorgen bereitete. Die Bewertungen sind im Vergleich zum langjährigen Durchschnitt attraktiv. Historisch betrachtet, können Aktien vor allem am Ende des Wirtschaftszyklus noch gute Renditelieferanten sein. Aber auch im Jahr 2019 dürften Schwankungen auf der Agenda stehen und einige unsichere Phasen hervorrufen. So ist es wichtig, breit diversifiziert und dennoch selektiv zu sein. Wir empfehlen Qualitätsaktien von Unternehmen mit hoher Profitabilität, geringer Verschuldung und konstanten Gewinnausschüttungen. In der Schweiz stehen hohe Dividendenzahler im Fokus. Auch Sektoren, die in der Vergangenheit etwas vernachlässigt wurden, könnten frischen Antrieb finden, so der US-Finanzsektor oder der EU-Energiesektor. Langfristige Themen, die von der demografischen Entwicklung profitieren, sollten Teil eines strategischen Portfolios sein. Dies gilt beispielsweise für Firmen, die sich medizinischen Innovationen oder dem Konsum der älteren Generationen widmen.

## Anleihen

Über die letzten Jahre profitierten Anleihen von fallenden Leitzinsen, als Antwort auf die globale Finanzkrise und deren Nachwehen. Seit einiger Zeit ist die Geldpolitik der grossen Zentralbanken restriktiver geworden, allen voran in den USA, wo die Zinsen bereits im vergangenen Jahr anstiegen. In anderen Märkten, wie der Eurozone oder der Schweiz, zeichnet sich zumindest die Erwartung einer restriktiveren Geldpolitik ab. Die Arbeitslosigkeit ist in den Industriestaaten mittlerweile auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt, was zu steigenden Löhnen in den USA und teilweise in Europa geführt hat. Einzig die Inflation scheint bislang noch nicht davon berührt zu sein, doch dies könnte sich in den nächsten Quartalen ändern. Grundsätzlich dürften die Zinsen in Zukunft langsamer steigen als in der Vergangenheit.

Die SNB wird der EZB eng auf den Fersen bleiben. Würde sie ihr nämlich mit Zinsanstiegen vorauseilen, könnte der Schweizer Franken ungewollt erstarken. Für die Schweizer Zinsen dürfte dies ein negatives Vorzeichen bis mindestens im Jahr 2020 bedeuten. Auch wenn Staatsanleihen keine grossen Renditen liefern dürften, sind Anleihen doch ein wichtiger Teil eines diversifizierten Portfolios und können zu dessen Stabilität beitragen. Durch steigende Risikoprämien bei Unternehmensanleihen bieten diese aber auch wieder gewisse Renditechancen, insbesondere US-Anleihen mit längerer Duration und asiatische Hochzinsanleihen.

## Immobilien

Durch den Rückgang der Nettozuwanderung und das anhaltend hohe Bauvolumen im Wohnimmobilienbereich besteht im Schweizer Immobilienmarkt ein Überangebot, das auf die Preise und Mieten drückt. Wir sehen allerdings geringe Anzeichen einer Blase und erwarten keine signifikanten Preiskorrekturen bei Wohnliegenschaften, sofern keine tiefe Rezession eintritt oder die Zinsen nicht stark ansteigen. Im Schweizer Büromarkt dürfte die Flächennachfrage dieses Jahr angesichts der soliden Konjunktur deutlich steigen. Damit dürften sich der Angebotsüberhang abschwächen und die Marktmieten punktuell erholen. Die Gesamtrenditen von Immobilienanlagen werden 2019 aber wohl deutlich tiefer ausfallen als in den letzten Jahren und primär von den Einkommensrenditen getrieben werden. Denn gerade im Wohnimmobilienbereich wird die

<sup>6</sup> Diese Einschätzung basiert auf den CIO Capital Market Assumptions (CMAs), die basierend auf Analysen unsere erwartete Rendite über die nächsten sieben Jahre darstellen.



Luft für weitere Kapitalgewinne dünn. Mittelfristig sind in den leerstandgeplagten Agglomerationsräumen auch ohne steigende Zinsen Wertkorrekturen wahrscheinlich.

### Alternative Anlagen

In unruhigen Zeiten ist Diversifikation besonders wichtig und im Portfoliokontext gewinnen alternative Anlagen an Bedeutung. Dazu zählen wir vor allem Hedge Funds und Private Equity. Erstere können ihr Potenzial in volatilen Zeiten ausspielen, da sie meist von Marktasymmetrien profitieren können. Wir bevorzugen hier keine bestimmte Hedge-Fund-Strategie, sondern einen ausgewogenen Mix verschiedener Strategien. Private Equity eignet sich für langfristige Anlagen und Institutionen, die mit Illiquidität umgehen können. Rohstoffe zählen auch zu den alternativen Anlagen. Sie sind volatil, weshalb sie mehr Vorsicht erfordern. Öl steht momentan aufgrund des Überangebots unter Preisdruck, doch für die nächsten Monate sind wir grundsätzlich optimistisch. Gold könnte kurzfristig von einem starken US-Dollar geschwächt werden, aber je stärker die Inflation anzieht und die Realzinsen sich dem Höhepunkt nähern, desto mehr Unterstützung dürfte das glänzende Metall in den folgenden Monaten erhalten.

### Nachhaltige Anlagen

Anlagen, die nicht nur eine finanzielle Rendite, sondern auch messbare und nachhaltige Sozial- und Umweltrenditen erzielen, gewinnen aus Sicht privater und institutioneller Investoren an Bedeutung. Die Auswirkungen des massiven Ressourcenverbrauchs und der dadurch entstehenden Verschmutzung machen sich immer stärker bemerkbar. Gleichzeitig steigt auch das Verantwortungsbewusstsein und die Erwartungshaltung, etwas dagegen zu unternehmen. Zudem tragen diese Strategien zur Diversifikation eines Portfolios bei. Langfristig erwarten wir von nachhaltigen

Anlagestrategien in Aktien, Anleihen und alternativen Anlagen die gleiche Performance wie von herkömmlichen Anlagen, wobei es kurzfristig Abweichungen nach oben und nach unten geben kann.

### Währungen

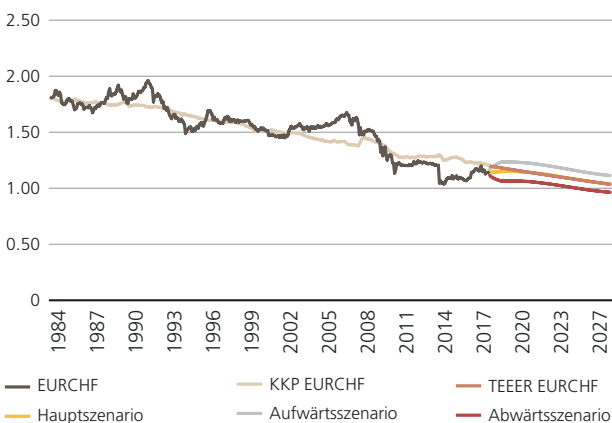
Der Schweizer Franken ist über die vergangenen Jahre strukturell stärker geworden (Abbildung 9). Diese Entwicklung ist verschiedenen Faktoren zuzuschreiben: Zum einen ist die Schweiz ein Land mit tiefen Inflationsraten im Vergleich zum Ausland, was den fairen Wert für EURCHF, USDCHF und andere Wechselkurspaare kontinuierlich senkt. Zum anderen ist die Leistungsbilanz positiv, da der hohe Exportanteil im Produktionsgewerbe die Nachfrage nach der hiesigen Währung erhöht. Die tiefen Staatsschulden und nicht zuletzt der Sicherheitsaspekt machen den Franken auch trotz der durchwegs tiefen Zinsen zu einer gefragten Währung. Letzteres ist auch ein Faktor, der kurzfristig und vermehrt auch in unruhigen Zeiten eine Rolle spielt. Dies bringt jedoch Unruhe in Portfolios mit Fremdwährungsanteil, denn eine schlechte Finanzmarktperformance im Ausland zusammen mit einer erstarkenden inländischen Währung wirken sich in Krisenzeiten doppelt negativ auf die Performance aus. Langfristig erwarten wir, dass sich der Trend der strukturellen Frankenstärke fortsetzt, weil die Inflation in der Schweiz sehr wahrscheinlich tiefer bleibt als in den USA und Europa. Neben dieser «fairen» Aufwertung des Frankens, die die Kaufkraft sicherstellt, ist auch eine reale Aufwertung festzustellen. Sie begründet sich mit einer schneller steigenden Produktivität in der Schweiz als in den Partnerländern, was die Kaufkraft zusätzlich stärkt.

Von Gesetzes wegen sind die meisten Fremdwährungsallokationen der Vorsorgewerke gegen Währungsschwän-

Abbildung 8

### EURCHF: Langfristige Entwicklung und Fair Value

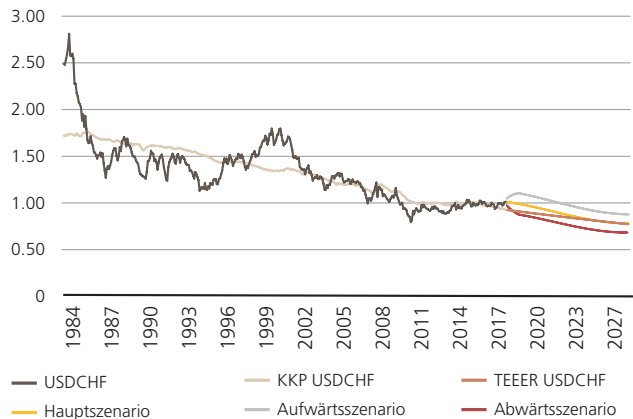
Kaufkraftparität (KKP), Trend-extrapolierter Gleichgewichts-Wechselkurs (TEEER) und Terminkurse



Quelle: Thomson Reuters, Macrobond, UBS

### USDCHF: Langfristige Entwicklung und Fair Value

Kaufkraftparität (KKP), Trend-extrapolierter Gleichgewichts-Wechselkurs (TEEER) und Terminkurse



kungen abgesichert. In vielen Fällen werden nur kleinere Positionen in Schwellenländeranlagen nicht abgesichert. Die Währungsabsicherung ist einerseits wegen der strukturellen Erstarkung des Frankens wichtig. Andererseits ist es wegen der tiefen CHF-Zinsen teuer, Fremdwährungspositionen gegenüber dem Schweizer Franken abzusichern. Grundsätzlich lohnt es sich, bei jedem Anlagehorizont die erwartete Währungsentwicklung laufend zu berücksichtigen und fallbasiert zu entscheiden, ob eine Währungsabsicherung angezeigt ist. Dabei sind verschiedene Faktoren relevant, wie die erwartete Bewegung des jeweiligen Währungspaares, die erwartete Volatilität, die Korrelation zwischen dem Wechselkurs und den Aktienmärkten sowie Zins- und Inflationserwartungen. Über die nächsten zwölf Monate sehen wir den EURCHF-Wechselkurs bei 1.20, unsere Gleichgewichtsmodelle weisen jedoch langfristig auf eine deutlich rückläufige Tendenz hin.

### **Wirtschaftsausblick Schweiz**

Nachdem die Schweizer Wirtschaft im Jahr 2018 den Frankenschock hinter sich liess, dürften dieses Jahr konjunkturelle Risiken in Europa und China sowie geopolitische Risiken in Asien und den USA die hiesige Konjunktur belasten. Hinzu kommt die momentane Periode der Frankenstärke, die die Wachstumsdynamik der Schweizer Wirtschaft auch in den nächsten Quartalen dämpfen dürfte. Wir prognostizieren heuer noch ein BIP-Wachstum von 1,5% im Vergleich zu 2,6% im letzten Jahr. Die Inflation sehen wir in diesem Jahr bei 1%, gleichbleibend zum Vorjahr. Waren 2018 die Ölpreise und der zu Beginn schwächere Franken die Haupttreiber für die Preisentwicklung, dürfte es in den

kommenden Monaten die zunehmende Auslastung der Wirtschaft sein. Der private Konsum hinkte in den letzten Jahren dem Wachstum der Gesamtwirtschaft hinterher, doch ein stärkerer Arbeitsmarkt dürfte nun dem Konsum zu mehr Dynamik verhelfen. Eine bessere Auslastung des Schweizer Arbeitsmarkts dürfte in diesem Jahr zu nominalen Lohnerhöhungen von 1% führen. Realisiert sich jedoch eines der konjunkturellen oder politischen Risiken, kann das Schweizer Wachstum deutlich schwächer ausfallen, als von uns heute prognostiziert.

In den letzten Monaten gewann die Debatte um die Kosten der Negativzinspolitik der SNB an Dynamik. Je länger die Negativzinsphase andauert, desto mehr nimmt die Belastung für den Finanzsektor und die Pensionskassen zu. Damit steigt auch der Druck auf die Nationalbank, einen Weg aus der seit vier Jahren andauernden Negativzinspolitik aufzuzeigen. Gleichzeitig wird das geldpolitische Umfeld für die SNB erheblich anspruchsvoller. In der Eurozone haben sich die konjunkturellen Risiken akzentuiert und die politischen Risiken (Handelsstreit, Brexit, italienische Fiskalpolitik) sind noch nicht gebannt. Dieses Umfeld kann zu einer vorsichtigeren Geldpolitik der grossen Zentralbanken führen, womit wiederum Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken droht. Die SNB wird in den nächsten Quartalen das Für und Wider der Negativzinspolitik vorsichtig abwägen, aber angesichts der deutlich gestiegenen konjunkturellen Unsicherheiten gehen wir davon aus, dass sie dieses Jahr mit ihrer vorsichtigen Geldpolitik fortfährt. Eine erste Zinserhöhung prognostizieren wir auf Ende Jahr, wenn auch die EZB ihre Leitzinsen anheben dürfte.

# Auswirkungen für Versicherte und Vorsorgeeinrichtungen

In den letzten Jahren profitierten die Finanzmärkte und Anleger von einem Vorteil, den sie in naher Zukunft einbüßen könnten. Wenn die Aktien unter einer schlechten Wirtschaftsleistung oder gar einer Rezession litten, standen die Zentralbanken bereit, über Zinssenkungen und Liquiditätsmanagement Abhilfe zu schaffen. Nun sind die Zinsen immer noch tief und dürften nur langsam ansteigen. Dies begrenzt den Spielraum der Zentralbanken, sollte die nächste Rezession eintreten, bevor die Zinsen ein signifikant höheres Niveau erreicht haben. Die Situation unterstreicht die Wichtigkeit der Diversifikation, vor allem auch in nicht traditionelle Anlagen. Die tiefen Zinsen regen zudem eine Diskussion über die Anlagestrategie von Vorsorgewerken und eine mögliche Erweiterung der BVG-Anlagerichtlinien an.

Eine Sichtweise ist, dass die BVG-Anlagerichtlinien zu restriktiv sind, um den Vorsorgewerken im Tiefzinsumfeld genügend Spielraum zur Renditegeneration zu bieten, weshalb eine Lockerung der Richtlinien propagiert wird. Dahinter steht der Gedanke, dass es erlaubt sein sollte, einen grösseren Anteil in aggressivere Anlageklassen wie Aktien und alternative Anlagen zu investieren, um genügend Rendite zu generieren. Dies wäre aufgrund des langfristigen Anlagehorizonts verkraftbar. Dem wird entgegengehalten, dass die Vorsorgeeinrichtungen wegen der steigenden Anzahl Rentner im Vergleich zu Aktivversicherten eine abnehmende Risikofähigkeit haben und so eine defensivere Anlagestrategie mit mehrheitlich Anleihen fahren sollten. Bei der ersten Sichtweise steigt sowohl die Wahrscheinlichkeit, die Rentenverpflichtungen langfristig finanzieren zu können, wie auch die einer zwischenzeitlichen Unterdeckung. Bei der zweiten Sichtweise ist es genau umgekehrt: Mit tiefen Anleiherenditen können die meisten Pensionskassen langfristig kaum ihre Rentenverpflichtungen decken, dafür ist das Risiko einer kurzfristigen Unterdeckung gering.

In beiden Fällen ist der «dritte Beitragszahler», der Kapitalmarkt, von grosser Bedeutung und innovativere Investitionsmöglichkeiten sollten diskutiert werden. Eine Möglichkeit wäre, das Pensionskassenvermögen, das in illiquide Anlagen investiert werden kann, direkt in Private-Equity-

Projekte anzulegen und so eine langfristige Beteiligung, beispielsweise an einem Infrastrukturprojekt, einzugehen, sofern das Vorsorgewerk die Illiquidität tragen kann. Tiefe Zinsen haben zudem durch den Mindestzins<sup>7</sup> und den technischen Zins<sup>8</sup> Auswirkungen auf die Versicherten und die Rentner. Diese Zinssätze beruhen auf Empfehlungen, die sich wiederum an der langfristigen Rendite des Pictet 25 BVG Index und den Renditen von Schweizer Staatsanleihen orientieren. Der Pictet 25 BVG Index dürfte in Zukunft unter den erwarteten Renditeprognosen weniger Performance liefern als in der Vergangenheit. Auch die Zinsen von Schweizer Staatsanleihen werden nur langsam steigen. So dürfte auch der Mindestzins wegen des Durchschnittseffekts vorerst weiter sinken und danach nur langsam oder kaum ansteigen. Folglich muss den Versicherten laut Gesetz nur wenig Rendite auf ihr Vorsorgevermögen gutgeschrieben werden.

Auch der technische Zinssatz dürfte kurz- bis mittelfristig kaum ansteigen. Realisieren sich unsere tieferen Renditeerwartungen, werden auch die Wertschwankungsreserven in Zukunft langsamer steigen als in der Vergangenheit oder gar fallen. Um diese Realität zu reflektieren und den Vorsorgeeinrichtungen den nötigen Spielraum zu geben, damit sie ihren Verpflichtungen gegenüber den Rentnern nachkommen können, werden die Umwandlungssätze im Überobligatorium weiter sinken.

Vorsorgeeinrichtungen und Versicherte müssen sich auf jeden Fall auf schwierigere Zeiten einstellen. Kurzfristig ist es wichtig, basierend auf den demografischen Strukturen und dem gesetzlichen Spielraum die Anlagestrategie zu optimieren. Langfristig gefragt ist innovatives und vor allem zukunftsorientiertes Denken – seitens der Vorsorgewerke, aber auch seitens der Politik.

<sup>7</sup> Berechnungsformel: Mehrheitsformel =  $0,7 \cdot 7$ -jähriger gleitender Durchschnitt der 7-jährigen Schweizer Bundesobligationenrendite +  $0,1 \cdot 1$ -Jahresperformance des Pictet 25 BVG Index;

Minderheitsformel =  $1 \cdot 7$ -jähriger gleitender Durchschnitt der 7-jährigen Bundesobligationen +  $0,1 \cdot 1$ -Jahresperformance des Pictet 25 BVG Index

<sup>8</sup> Berechnungsformel:  $\frac{2}{3} \cdot 20$ -jähriger Durchschnitt des Pictet 25 BVG Index +  $\frac{1}{3} \cdot 10$ -jährige Schweizer Bundesobligationenrendite -  $0,5$

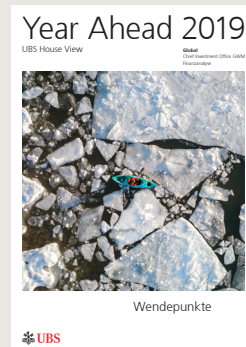
# Auswahl von UBS-Publikationen



## UBS Real Estate Focus

Kaufen ist in der Schweiz günstiger als Mieten, obwohl die Eigenheimpreise 2015 das 16. Jahr in Folge stiegen. Für Renditeimmobilien werden aktuell bis zum 50-Fachen der jährlichen Mieteinnahmen bezahlt. Der diesjährige *UBS Real Estate Focus* geht auf die Folgen des Tiefzinsumfelds für Immobilienmarktteilnehmer ein.

Erscheint jährlich auf Deutsch, Französisch, Italienisch und Englisch.  
SAP-Nr. 83518D-1901



## Year Ahead 2019: Wendepunkte

Im *Year Ahead 2019* untersuchen wir das Wirtschaftsumfeld und bieten strategische Anlageempfehlungen für die erfolgreiche Ausrichtung eines langfristigen Portfolios. Die Publikation erscheint einmal jährlich.

Die Ausgabe 2019 ist auf Deutsch, Englisch, Italienisch, Französisch, Spanisch, Portugiesisch, Chinesisch (traditionell und vereinfacht), Japanisch und Russisch verfügbar.



## UBS-Vorsorgeindex Schweiz

Der *UBS-Vorsorgeindex Schweiz* quantifiziert die Entwicklung des Schweizer Vorsorgesystems. Der quartalsweise berechnete Index zeigt auf, wie es um die Gesundheit des Schweizer Vorsorgesystems steht. Mit den vier Subindizes Wirtschaftsentwicklung, Demografie, Finanzen und Reformen umfasst der Index die für die Stabilität des Vorsorgesystems wichtigsten Faktoren.

Erscheint halbjährlich auf Deutsch und Französisch.



## Investieren in der Schweiz

Die Publikation richtet sich an Anleger mit Heimwährung Schweizer Franken und deckt mehrere Anlageklassen ab, wie Aktien, Anleihen, Immobilien, Währungen. Zudem enthält die Publikation konkrete Anlageempfehlungen.

Erscheint monatlich auf Deutsch, Englisch, Französisch und Italienisch.

### Bestellen oder abonnieren

Als UBS-Kundin oder -Kunde können Sie die oben aufgeführten Publikationen bestellen beziehungsweise abonnieren. Wenden Sie sich hierfür bitte an Ihre Kundenberaterin oder Ihren Kundenberater.

Öffentlich verfügbare Publikationen finden Sie auf <http://www.ubs.com/investmentviews> (frei zugängliche Inhalte).

Bitte beachten Sie, dass aus rechtlichen Gründen gewisse Publikationen nicht für die Distribution in alle Länder verfügbar sind.

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 Offenstellung 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 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:** Erstellt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, eine Einheit, die durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt wird. **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 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 Europea 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:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **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. **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. **Israel:** UBS Switzerland AG ist als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der «Israel Securities Authority» steht. Diese Publikation kann keine auf Ihre persönlichen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung und/oder Marketingangaben zu Finanzanlagen durch entsprechend lizenzierte Anbieter ersetzen. **Italien:** Diese Publikation wird an Kunden der UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3, 20121 Mailand, verteilt, eine Niederlassung einer deutschen Bank, die ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Erbringung von Finanzdienstleistungen zugelassen wurde und unter der Aufsicht 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 Kunden der UBS Europe SE, Luxembourg Branch, mit Geschäftssitz in der 33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. 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 wurde verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., einem Unternehmen, das weder der UBS Grupo Financiero S.A. de C.V. noch einer anderen mexikanischen Finanzgruppe angehört. Die Verbindlichkeiten dieses Unternehmens werden nicht von Dritten garantiert. UBS Asesores México, S.A. de C.V., sichert keine Rendite zu. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach österreichischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, mit Geschäftssitz in der Wächtergasse 1, A-1010 Wien, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt 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 (BaFin) zugelassen wurde und unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Saudi-Arabien:** Diese Publikation wurde von UBS Saudi Arabia (eine Tochtergesellschaft der UBS AG) genehmigt, einer geschlossenen saudi-arabischen Aktiengesellschaft nach dem Recht des Königreichs Saudi-Arabien mit der Handelsregisternummer 1010257812, die ihren angemeldeten Geschäftssitz in Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Königreich Saudi-Arabien hat. UBS Saudi Arabia ist von der «Capital Market Authority of Saudi Arabia» zugelassen und reguliert. **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:** Bitte kontaktieren Sie die Niederlassung von UBS AG Singapore, einem «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 des Banco de España und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht steht. UBS Europe SE, Sucursal en España, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das als Societas Europea gegründet wurde und von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 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. 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, löschen Sie bitte die E-Mail und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. 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 Zweifelsfalle eine unabhängige professionelle Beratung einzuholen. Tschechische Republik: UBS ist in der Tschechischen Republik nicht als Bank zugelassen und darf in der Tschechischen Republik keine regulierten Bank- oder Anlagendienstleistungen erbringen. Dieses Material wird zu Marketingzwecken verteilt. UK: Genehmigt von UBS AG, in der Schweiz beaufsichtigt und autorisiert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht. In Grossbritannien ist UBS 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 Privatkunden 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.

Stand 01/2019 CIO82652744

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



# Wie nachhaltig investieren Sie?

Mit der UBS Nachhaltigkeitsanalyse erfahren Sie, wie verträglich Ihre Anlagen sind



Bewerten Sie Ihre Anlagen nicht nur nach der finanziellen Rendite – sondern nach dem Impact auf unsere Welt. Mit unserer Nachhaltigkeitsanalyse können Sie Ihr Portfolio so optimieren, dass es voll und ganz und nachhaltig Ihren Wertvorstellungen entspricht.

Interessiert? Mehr erfahren Sie von Ihrem Kundenberater oder auf [ubs.com/assetservicing](https://ubs.com/assetservicing).