

UBS Outlook Schweiz

Berufliche Vorsorge

Januar 2020

Chief Investment Office GWM
Finanzanalyse



Kurzversion

Für Anlegerinnen und Anleger mit Wohnsitz in der Schweiz

UBS Outlook Schweiz

1. Quartal 2020

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

Regional CIO Schweiz:
Dr. Daniel Kalt

Chefredaktion:
Sibille Duss
E-Mail: sibille.duss@ubs.com

Redaktion:
Agnes Zavala

Redaktionsschluss:
21. Januar 2020

Desktop:
CIO content design

Titelbild:
Gettyimages

Sprachen:
Deutsch, Englisch, Französisch und Italienisch

Kontakt:
ubs.com/cio

Sie finden das PDF unter folgender Adresse:
ubs.com/outlook-ch-de

Editorial



Daniel Kalt
Chefökonom Schweiz

Geschätzte Leserin, geschätzter Leser

«Wir brauchen auch eine AHV-Greta» titelte jüngst die NZZ ... und eine «BVG-Greta», wäre ich geneigt hinzuzufügen. Denn jemanden, der die junge Generation auch zum Thema Altersvorsorge wachrüttelt, bräuchte es in der Tat. Das Schweizer Drei-Säulen-System – einst als weltweit vorbildlich gepriesen – steht nämlich angesichts der demografischen Alterung, der Negativzinsen und des seit Jahren anhaltenden Reformstaus massiv unter Druck.

Für Unternehmer gehört die Wahl einer Vorsorgelösung zu den wichtigsten strategischen Personalführungsentscheiden. Damit verbunden sind viele Fragen bezüglich Versicherungsform, Leistungsangebot, Risiken und zukünftigen demografischen oder konjunkturellen Veränderungen. Die Entscheidungen sind vielschichtig und verflochten und haben weitreichende Konsequenzen, sowohl für Arbeitnehmende wie auch Arbeitgeber.

Genauso viele Fragen werfen die derzeit laufenden Bemühungen der Politik auf, unser Vorsorgesystem zu reformieren und auf eine wieder solidere finanzielle Basis zu stellen. Leider führt die Vernehmlassungsvorlage zur

Reform der beruflichen Vorsorge zu einer Vermischung der bisher klar getrennten Umlagefinanzierung in der 1. Säule und der Kapitaldeckung in der 2. Säule. Eine Reform müsste aber das Fundament der beruflichen Vorsorge stärken und die Belastung zukünftiger Generationen verringern.

Grund genug also, diese Themen in der vorliegenden Ausgabe von *UBS Outlook Schweiz* genauer zu beleuchten. Neben dem vorliegenden Dokument finden Sie unter www.ubs.com/outlook-ch-de vertiefende Analysen zu unserem Ausblick für Konjunktur, Zinsen, Währungen und weitere Finanzmärkte.

Viel Vergnügen bei der Lektüre.



Ausführlicher Bericht:
ubs.com/outlook-ch-de

BVG-Reform auf Kosten von Jungen und Unternehmen

Jackie Bauer und Veronica Weisser, Ökonominnen

Die Stärken des Schweizer Vorsorgesystems bestehen darin, dass es auf drei unabhängigen Säulen mit unterschiedlichen Finanzierungsprinzipien basiert. Die Vernehmlassungsvorlage zur Reform der beruflichen Vorsorge führt aber zu einer Vermischung der bisher klar getrennten Umlagefinanzierung der 1. Säule und der Kapitaldeckung der 2. Säule. Dabei müsste eine Reform das Fundament der beruflichen Vorsorge stärken und die Lasten auf den Schultern zukünftiger Generationen verringern.

Die individuellen Rentenleistungen der 2. Säule sollen laut Gesetz aus den angesparten Altersgutschriften finanziert werden, die sich aus Beiträgen von Arbeitnehmenden und Arbeitgebern sowie den darauf erzielten Kapitalmarkterrenditen zusammensetzt. Die jährliche Rentenzahlung wird anhand des im Bundesgesetz über die Berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) festgelegten Mindestumwandlungssatzes (MUWS) bestimmt, dessen faire Höhe von der Lebenserwartung und der zu erwartenden Kapitalrendite abhängt.

Einigkeit beim Umwandlungssatz

Bei steigender Lebenserwartung und fallender Rendite muss der MUWS sinken – darüber sind sich alle einig. Allerdings wurde er seit Einführung des BVG lediglich von 7,2 Prozent auf 6,8 Prozent reduziert und ist damit immer noch viel zu hoch. Dadurch findet heute in der beruflichen Vorsorge eine systemfremde Umverteilung von Jung zu Alt statt, die von der Oberaufsichtskommission der beruflichen Vorsorge (OAK BV) auf 6,7 Milliarden Schweizer Franken pro Jahr geschätzt wird.

Die Vernehmlassungsvorlage des Bundesrats sieht eine sofortige Senkung des MUWS auf 6 Prozent vor. Viel mehr scheint politisch nicht machbar zu sein, auch wenn im aktuellen Umfeld erst ein Satz von 5 Prozent oder noch tiefer die Umverteilung komplett eliminieren würde.

Widersprüchliche Reformziele

Ein tieferer MUWS führt bei gleichbleibendem Altersgut haben zu tieferen Rentenzahlungen. Dies ist eine Notwendigkeit, um das Fundament des Kapitaldeckungsverfahrens zu stärken und das Ziel einer geringeren Umverteilung zu erreichen. Will man, gemäss einem weiteren Ziel, bei tieferem MUWS das Rentenniveau halten, muss mehr Kapital angespart werden. Dies ist vor allem für rentennahe Jahrgänge schwierig, die nicht mehr genug Zeit haben, sich auf die anstehende Reform vorzubereiten. Deshalb sieht die

Vernehmlassungsvorlage einen lebenslagen Rentenzuschuss als Ausgleichsmassnahme vor. Der Widerspruch besteht aber darin, dass nicht nur die sogenannte Übergangsgeneration von diesem Aufschlag profitieren soll, sondern alle, wodurch die Umverteilung kaum gebremst würde.

Kleinere Stücke oder grösserer Kuchen

Allerdings sind laut Einschätzungen des Bundesrats nur 37 Prozent aller Versicherten von einer MUWS-Reduktion direkt betroffen, für alle anderen gilt in umhüllenden Pensionskassen schon jetzt ein tieferer Umwandlungssatz. Aus diesem Grund wären die Rentenaufschläge für viele gar nicht nötig.

Finanziert werden soll dieser Zuschuss durch einen zusätzlichen Lohnbeitrag von 0,5 Prozentpunkten, übernommen hälftig von Arbeitgeber und Arbeitnehmenden. Dies würde die Umlagefinanzierung in der 2. Säule legitimieren und bedeutet Zusatzkosten für Unternehmen und vor allem jüngere Erwerbstätige, entspricht aber nicht einer nachhaltigen, die gegenwärtige Umverteilung eliminierenden Reform der beruflichen Vorsorge. Wenn wir aufgrund der steigenden Lebenserwartung länger von einem gleich grossen oder durch geringere Renditen sogar schrumpfenden Kuchen zehren wollen, müssen wir uns mit kleineren Stücken zufrieden geben – oder deutlich mehr ansparen.

Was heisst Solidarität in der 2. Säule?

Die Solidarität der 2. Säule besteht darin, dass manchen ein längeres Leben zuteil wird als anderen und die jünger Verstorbenen die Personen mit überdurchschnittlich langem Leben mitfinanzieren. Diese Unvorhersehbarkeit macht das Grundprinzip einer Versicherung aus. Solidarität im Kapitaldeckungsverfahren bedeutet nicht, dass die Aktivversicherten systematisch die Rentenzahlungen an Personen im Ruhestand mitfinanzieren.

2. Säule: Eine komplexe Entscheidung für Arbeitgeber

Jackie Bauer und Veronica Weisser, Ökonominnen

Die Wahl der beruflichen Vorsorgelösung zählt zu den strategischen Personalführungskriterien eines Unternehmens. Damit verbunden sind viele Fragen bezüglich Versicherungsform, Leistungsangebot, Risiken und zukünftigen Veränderungen. Die Entscheidungen sind vielschichtig verflochten, und dazu noch mit weitreichenden Konsequenzen für Arbeitnehmende und Arbeitgeber.

Für Herr und Frau Schweizer ist die berufliche Vorsorge die wichtigste Einkommensquelle im Ruhestand. Zudem bietet sie finanzielle Absicherung im Invaliditäts- und Todesfall. Für Arbeitgeber stellt die 2. Säule einen grossen Kostenfaktor, gleichzeitig aber auch ein mögliches Differenzierungsmerkmal dar. Eine attraktiv gestaltete berufliche Vorsorge kann qualifizierte Arbeitskräfte anziehen und so zur Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens beitragen.

Die vielfältigen Vorsorgelösungen bieten unterschiedliche Ausprägungen der Risikodeckung, verlangen mehr oder weniger Engagement und Risikoträgerschaft von Arbeitgebern und Arbeitnehmenden und sind mit unterschiedlichen Kosten verbunden. Faktoren wie Unternehmensgrösse, unternehmensinterne Expertise, Zeitaufwand und Versichertenstruktur beeinflussen das Ergebnis.

Einzelgänger sind flexibel

Eine eigenständige Pensionskasse bietet die grösstmögliche Freiheit in der Organisation und den offerierten Leistungen der beruflichen Vorsorge. Zudem hat ein Unternehmen bei Sanierungsbedarf mehr Entscheidungsfreiheit bezüglich Zeitpunkt und Ausmass. Allerdings erfordert das eigenständige Führen einer Pensionskasse viel Know-how und Zeit und ist für kleine Unternehmen aufgrund der dadurch entstehenden Kosten weniger attraktiv.

Skaleneffekte erhöhen Effizienz

Sammel- und Gemeinschaftsstiftungen sind Vorsorgeeinrichtungen, an die mehrere Unternehmen angeschlossen sind. Dies bietet geringere Flexibilität, erfordert aber gleichzeitig auch weniger Aufwand als eine eigenständige Pensionskasse. Je nach Aufbau kann ein Unternehmen innerhalb der Sammelstiftung das eigene finanzielle Risiko tragen, verschiedene Vorsorgepläne mit selbst definierten Leistungsversprechen einrichten und einen eigenen Jahresabschluss erstellen (nicht kollektiver Anschluss). Eine Gemeinschaftseinrichtung unterscheidet sich von einer Sammelstiftung dahingehend, dass alle Aufgaben und

Entscheidungen, wie Leistungsangebot oder Wahl der Anlagestrategie, auf Stiftungsebene anfallen.

Ein neuer Anschluss an eine kollektive Sammel- oder Gemeinschaftseinrichtung hat Auswirkungen auf die bestehenden Anschlüsse, da dieser meistens mit einem Deckungsgrad von 100 Prozent rechnerisch eingegliedert wird. Ist der eigentliche Deckungsgrad des zu integrierenden Anschlusses tiefer, sollten genügend Reserven mittransferiert werden, um die Lücke zu schliessen. Der Gesamtdeckungsgrad einer kollektiven Stiftung kann durch neue Anschlüsse mit einem niedrigeren Deckungsgrad verwässert werden. Dies kann eine potenzielle Unterdeckung fördern und somit Sanierungsmassnahmen für die bestehenden Anschlüsse mit sich bringen.

Risikovermeidung ist teuer

Bei der Vollversicherung übernimmt eine Lebensversicherungsgesellschaft die Langlebigkeits-, Invaliditäts-, Todesfall- und Anlagerisiken vollumfänglich. Dadurch ist eine Unterdeckung der Vorsorgeeinrichtung ausgeschlossen. Andererseits ist die Vollversicherung genau deshalb und wegen des Tiefzinsumfelds ein teures Modell. Versicherer gleichen ihre Pensionierungsverluste aus, indem sie höhere Risikobeiträge verlangen und das Alterskapital tiefer verzinsen. Dies hat zur Folge, dass die Aktivversicherten die Rentner subventionieren, was dem Kapitaldeckungsprinzip widerspricht.

Das Pünktchen auf dem i

Bei der Wahl der Vorsorgelösung spielt auch die Gestaltungsfreiheit der Leistungen eine Rolle. Freiwillig höhere Beitragssätze und die Berücksichtigung des gesamten Lohns (über das BVG-Obligatorium hinaus) sind attraktiv für Arbeitnehmende, denn beides erhöht das Alterskapital sowie die Einkaufsmöglichkeiten und das Steueroptimierungspotenzial. Da die Individualität in der beruflichen Vorsorge zunehmen dürfte, ist das Mitbestimmungs- und Informationsrecht der Versicherten von Bedeutung. Dazu zählt die

Wahlmöglichkeit verschiedener Beitragsvarianten oder die Verfügbarkeit von 1e- oder Kaderlösungen.

Unterschiedliche Interessen bewältigen

Eine der grössten Herausforderungen bei der Wahl der Vorsorgeeinrichtung ist es, die Interessen verschiedener Anspruchsgruppen unter einen Hut zu bringen. Der Arbeitgeber ist in der Regel bestrebt, seine finanziellen Verpflichtungen und Risiken zu begrenzen – die Versicherten hingegen sind primär an möglichst hohen Versicherungsleistungen interessiert. Doch auch hier sind je nach Altersgruppe Unterschiede zu verzeichnen. Für jüngere Aktivversicherte lohnt sich ein tiefer Umwandlungssatz, da ein solcher die systematische Umverteilung eindämmt sowie Sanierungsmassnahmen weniger wahrscheinlich macht und das Vorsorgevermögen höher verzinst werden kann. Für Versicherte, die kurz vor dem Rentenanstritt stehen, ist dagegen ein möglichst hoher Umwandlungssatz attraktiv, weil dies ihre Rente maximiert. Rentner profitieren von einem hohen Umwandlungssatz für sich selbst sowie einem tieferen für folgende Generationen, da dies die finanzielle Lage der Vorsorgeeinrichtung verbessert.

Häufig ziehen Arbeitgeber Broker zur Vermittlung von Vorsorgelösungen bei. Entschädigt werden diese meist durch die Vorsorgeeinrichtung, an die ein Anschluss vermittelt wird. So entsteht ein Fehlanreiz für den Broker: Anstatt die beste Vorsorgeeinrichtung zu finden, könnte er den Anbieter bewerben, der ihn am höchsten entlohnt.

Gesundheit und Nachhaltigkeit beachten

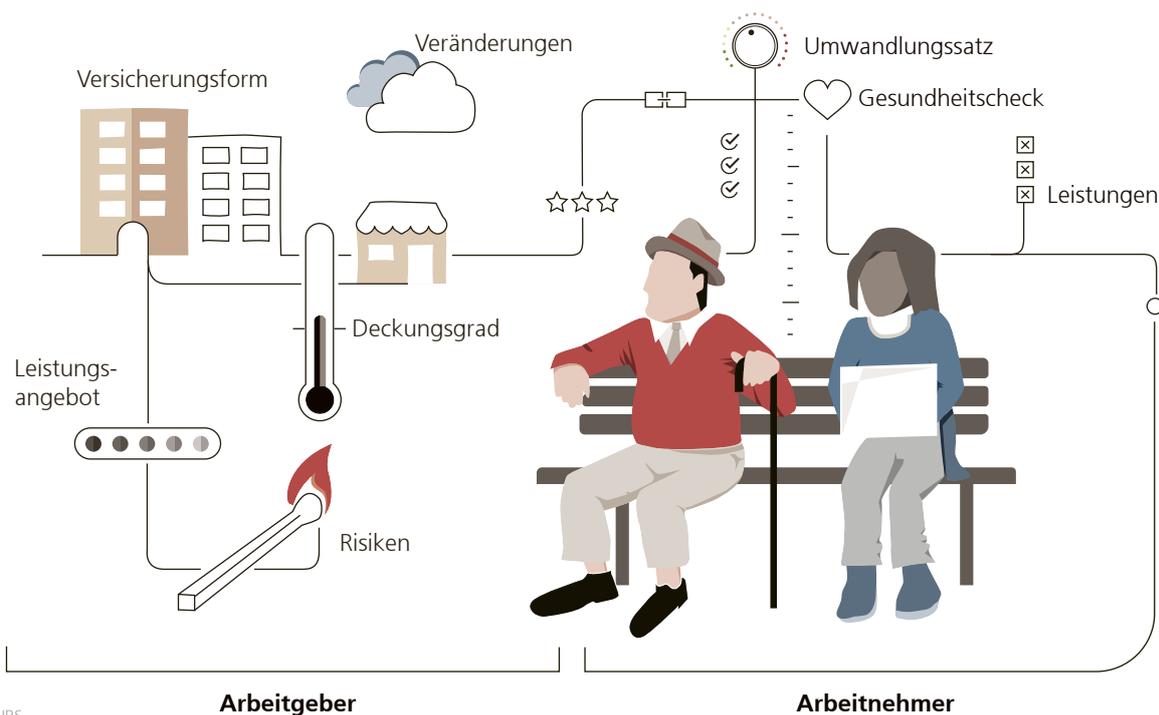
Beim Gesundheitscheck der Vorsorgeeinrichtungen sollten der Deckungsgrad und der technische Zins gemeinsam

beurteilt werden. Denn bei der Bewertung der Rentenverpflichtungen haben die Vorsorgeeinrichtungen Spielraum: Eine Vorsorgeeinrichtung weist einen deutlich höheren Deckungsgrad auf, wenn die Rentenverpflichtungen mit einem hohen technischen Zins diskontiert werden. Andere Faktoren wie der Rentneranteil, die gewährte Verzinsung des Versichertenkapitals oder der Umwandlungssatz sind ebenfalls zu berücksichtigen.

Das richtige Ziel vor Augen

Ein Wechsel des Vorsorgemodells – zwischen eigenständiger Pensionskasse, Sammel- oder Gemeinschaftsstiftung sowie Vollversicherung – kann sich lohnen, wenn sich die Situation des Unternehmens oder die gesetzlichen Rahmenbedingungen ändern. Auch ein Wechsel des Anbieters bei gleichbleibenden Leistungen kann mit Ablauf der meist drei bis fünf Jahre dauernden Verträge von Vorteil sein, falls ein Vertrag sich als ungeeignet oder nicht mehr kompetitiv herausstellt. Die Faktoren, die für Autonomie, Teilautonomie oder Vollversicherung sprechen, sollten ebenfalls regelmässig hinterfragt werden. Eine Pensionskasse kann jederzeit teil- oder gesamtliquidiert werden mit anschliessendem Transfer der Vermögenswerte in ein anderes Modell, aber der Prozess kann einige Zeit in Anspruch nehmen.

Das Vorsorgeangebot ist heute mehr denn je ein wesentlicher Bestandteil eines attraktiven Anstellungsverhältnisses und sollte daher gut überlegt sein. Erfahren Sie mehr in unserer Publikation *2. Säule: Eine komplexe Entscheidung – Leitfaden für Unternehmen*.



Quelle: UBS

Weltwirtschaft findet Boden

Daniel Kalt, Chefökonom Schweiz

Im vergangenen Jahr hat die Industriekonjunktur global deutlich an Schwung verloren. Die Weltwirtschaft als Ganzes dürfte sich jedoch in der ersten Jahreshälfte stabilisieren und damit in eine Phase mit Wachstum leicht unter Trend eintreten.

Anfangs 2020 wird die globale Konjunktur von zwei Treibern geprägt. Einerseits drücken die seit 2018 anhaltenden geopolitischen Spannungen (Stichworte Handelskonflikt, Brexit, Nahost) auf die Investitionsbereitschaft vieler Unternehmen und damit auch auf den Welthandel. Auf der anderen Seite wird in praktisch allen grossen Volkswirtschaften die Binnenkonjunktur durch die inzwischen wieder expansivere Geldpolitik sowie die solide Entwicklung bei Beschäftigung und Konsum angetrieben.

In den USA geht nicht nur ein vor allem aussenpolitisch zum Teil erratisch agierender Präsident Trump angeschlagen ins Wahljahr. Auch die US-Wirtschaft durchläuft – primär im verarbeitenden und exportorientierten Gewerbe – derzeit eine Schwächephase. Aber die Industriesektoren machen mittlerweile nur noch rund 15 Prozent der US-Wirtschaft aus und die viel gewichtigeren Konsum- und Dienstleistungssektoren sowie die Bauwirtschaft werden von den jüngsten und möglicherweise noch folgenden Zinssenkungen der US-Notenbank unterstützt. Daher rechnen wir damit, dass bis zur heissen Phase des Wahlkampfs im Sommer die Konjunkturdelle überwunden sein wird.

Ähnlich wie die USA durchlaufen auch die europäischen Länder derzeit ein konjunkturelles Tief. Dieses ist in stark industrie- und exportorientierten Volkswirtschaften wie Deutschland viel ausgeprägter als in eher binnenorientierten Ländern wie Frankreich, Spanien oder Italien. Die Europäische Zentralbank dürfte unter der neuen Führung von Präsidentin Christine Lagarde eine weiterhin sehr lockere Geldpolitik betreiben.

Die Industriesektoren machen mittlerweile nur noch rund 15 Prozent der US-Wirtschaft aus.

In Asien sorgt das vom Handelskonflikt am stärksten tangierte China mit dosierten Stimulierungsmassnahmen dafür, dass das Wachstum bei den angestrebten rund 6 Prozent (real) gehalten wird. Auch wenn einzelne, stärker exponierte Länder vom schwächelnden Investitionszyklus übermässig betroffen sind, rechnen wir für den asiatischen Raum in der zweiten Jahreshälfte mit einer Stabilisierung des Wachstums.

Unsere Wirtschaftsprognosen im Überblick

21. Januar 2020

Die aktuellen Wirtschaftsprognosen finden Sie unter www.ubs.com/outlook-ch-de



Quelle: UBS

Ungewisser Ausblick ins neue Jahr

Alessandro Bee, Ökonom

Die Schweizer Wirtschaft dürfte auch 2020 mit 1,1 Prozent unter ihrem Potenzial wachsen, nach 0,8 Prozent 2019. Die globale Wirtschaftspolitik wird weiterhin ihren Schatten auf das hiesige Geschehen werfen. Unterstützung erhält die Schweizer Konjunktur von einem robusten Arbeitsmarkt und einer tiefen Inflation, die wir bei 0,5 Prozent sehen.

Im letzten Jahr wurde die Schweizer Wirtschaft durch den US-chinesischen Handelsstreit, den verzögerten Brexit und die Konjunkturschwäche in der Eurozone belastet. Eine harte Landung konnte aber dank Zinssenkungen der Zentralbanken und eines robusten hiesigen Arbeitsmarkts vermieden werden. Für 2019 schätzen wir das BIP-Wachstum auf 0,8 Prozent – deutlich schwächer als noch im Jahr 2018, als die Schweizer Wirtschaft 2,8 Prozent wuchs.

Auch 2020 wird die globale Wirtschafts- und möglicherweise auch die Geopolitik ihren Schatten auf die Schweizer Wirtschaft werfen. Wir erwarten eine leichte Beschleunigung des BIP-Wachstums auf 1,1 Prozent, was aber immer noch deutlich unter dem langfristigen Potenzial von 1,5 bis 1,75 Prozent liegt. Allerdings ist es schwierig abzuschätzen, in welche Richtung sich Wirtschafts- und Geopolitik tatsächlich entwickeln werden, weshalb die Prognoserisiken für die Schweizer Wirtschaft erheblich sind.

Schwieriges ausenwirtschaftliches Umfeld

Die im letzten Jahr erhobenen Zölle werden ihre Wirkung in den nächsten Quartalen weiter entfalten und das Wachstum sowohl in China als auch in den USA beeinträchtigen.

Leicht bessere Industriestimmung – leicht besseres BIP-Wachstum

Wachstum des Schweizer Bruttoinlandsprodukts zum Vorjahresquartal (in Prozent) und Einkaufsmanagerindex der Industrie



Quellen: Macrobond, UBS

Das bedeutet für die Schweizer Exporte und Investitionen ebenfalls ein schwieriges Umfeld. Allerdings lässt das vorläufige Handelsabkommen (Phase-1-Deal) hoffen, dass der Zenit des Handelsstreits hinter uns liegt und die wirtschaftspolitische Unsicherheit 2020 zurückgeht. Damit zeichnet sich für den globalen Handel und Schweizer Exporteure ein Silberstreifen am Horizont ab.

1,1%
Prognostiziertes
Schweizer Wirtschaftswachstum
2020

Die Industrie der Eurozone entwickelte sich 2019 schwach. Neben den von Brexit und Handelsstreit geschürten Unsicherheiten trug auch die Baisse in der europäischen Autoindustrie dazu bei. Ein vorläufiges Ende im US-chinesischen Handelsstreit sowie ein erfolgreicher Brexit können zu einer Aufhellung der Unternehmensstimmung führen. Davon würde auch der Schweizer Aussenhandel profitieren. Eine Verständigung zwischen den USA und China bringt aber auch das Risiko mit sich, dass sich der Fokus des neu erwachten US-Protektionismus von China auf Europa verlagert.

Konjunkturstütze Konsument

In einem schwierigen ausenwirtschaftlichen Umfeld kommt dem Konsum eine entscheidende Funktion als Konjunkturstütze zu. Dieser Rolle dürfte er gerecht werden – dank eines weiterhin soliden Arbeitsmarkts. 2020 erwarten wir eine nur schwache Inflation von 0,5 Prozent, womit der Konsum von steigenden Reallohnen profitiert. Sowohl das letztjährige wie auch das diesjährige Schweizer Wirtschaftswachstum liegt deutlich unter dem langfristigen Potenzial. Angesichts der tiefen Auslastung entwickelt sich auch kein Preisdruck und damit kaum Inflation.



Ausführlicher Bericht:
ubs.com/outlook-ch-de

Geht Kehrtwende der Zentralbanken weiter?

Alessandro Bee, Ökonom
Thomas Flury, Strategie

Senken EZB und Fed nochmals im März die Zinsen, kann auch die SNB zum Mitziehen gezwungen sein. Verzichtet die EZB im März jedoch auf eine Zinssenkung oder verschiebt sie diese nach hinten, ist für die SNB das Thema vom Tisch. Eine Erhöhung wird aber kaum Thema sein, auch die langfristigen Zinsen bleiben auf tiefem Niveau. Bei einer anfälligen Wirtschaft neigt der Franken zur Stärke, in diesem Jahr eher gegen den Dollar als den Euro.

Die Zentralbanken standen im zweiten Quartal im Schatten der Politik. Die Eskalation des US-chinesischen Handelsstreits hat Unsicherheit verursacht und dürfte die Erholung der globalen und damit auch der europäischen Wirtschaft verzögern, was sich auf den geldpolitischen Fahrplan in Europa auswirkt. Die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte erst an einen ersten Zinsschritt denken, wenn die europäische Wirtschaft wieder auf einen stabilen Wachstumskurs zurückgekehrt ist. Mit Letzterem ist aber frühestens im Verlauf des nächsten Jahres zu rechnen, weshalb wir erste Zinsmassnahmen der EZB erst ab dem dritten Quartal 2020 sehen.

Flaut in den nächsten Quartalen die US-Konjunktur deutlich ab, dürfte die Fed die Leitzinsen erneut senken. Schwache Konjunkturdaten in der Eurozone könnten auch die EZB im März eine weitere Zinssenkung ankündigen lassen. In diesem Umfeld müsste auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Zinsen noch einmal um 25 Basispunkte auf –1 Prozent reduzieren und Devisenmarktinterventionen wieder aufnehmen, um eine Erstarkung des Frankens zu unterbinden. Fällt die wirtschaftliche Abschwächung in der Eurozone hingegen milder aus und verzichtet die EZB auf eine Zinssenkung oder verschiebt sie diese nach hinten, ist bei der SNB eine Zinssenkung vom Tisch.

Zinsanstieg kaum ein Thema

Selbst wenn die Zentralbanken in diesem Jahr auf weitere Zinssenkungen verzichten, dürften Zinserhöhungen kein Thema sein. Mit der Konjunkturabkühlung 2019 und 2020 hat sich die Hoffnung auf eine rasche Normalisierung der Geldpolitik zerschlagen. Die Negativzinspolitik wird in der Eurozone und damit in der Schweiz in nächster Zeit weitergeführt werden.

Das widerspiegelt sich wohl auch in den Zinsen von Schweizer Anleihen. Diese dürften 2020 auf einem sehr tiefen Niveau verharren. Nur eine erneute Kehrtwende der Zentralbanken – dieses Mal Richtung steigende Leitzinsen – könnte für einen deutlichen Zinsanstieg bei den

Staatsanleihen sorgen. Allerdings wäre das angesichts der vorsichtigen Haltung der Akteure (insbesondere der SNB) eine grosse Überraschung. Wahrscheinlicher ist eine Seitwärtsbewegung der Zinsen von langfristigen Anleihen.

Frankenaufwertung – eher gegen USD als gegen EUR

In einem Umfeld mit möglichen Leitzinssenkungen und unterdurchschnittlichem Wachstum der Weltwirtschaft dürfte der Franken in den nächsten Quartalen zur Stärke neigen. Allerdings steht die SNB bereit, eine starke Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro wenn nötig zu bekämpfen. Der Franken ist jedoch bereits heute gegenüber dem Euro überbewertet, was dazu führt, dass sich der EURCHF-Wechselkurs mittelfristig auf dem aktuellen Niveau bewegt.

Anders sieht es gegenüber dem US-Dollar aus. Da der Franken heute gegenüber dem US-Dollar deutlich unterbewertet ist, birgt er ein grosses Aufwertungspotenzial. Hinzu kommt, dass nach den Zinssenkungen der Fed im letzten Jahr die Differenz zu den Schweizer Leitzinsen abgenommen hat, was den US-Dollar anfällig macht auf eine Abwertung gegenüber dem Franken.

Franken gegenüber Euro über- und gegenüber US-Dollar unterbewertet

Abweichung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro und dem US-Dollar vom fairen Wert (Kaufkraftparität), in %



Quellen: Macrobond, UBS

Dienstleister stabilisieren die Wirtschaft

Sibille Duss, Ökonomin

In der Industrie verschlechterte sich die wirtschaftliche Situation im vierten Quartal. Gleichzeitig beurteilten die Dienstleistungsunternehmen hingegen die Geschäftslage als gut. Während sich die Ertragslage bei Ersteren Ende Jahr wieder leicht verbesserte, ist bei Letzteren der Margendruck erneut gestiegen.

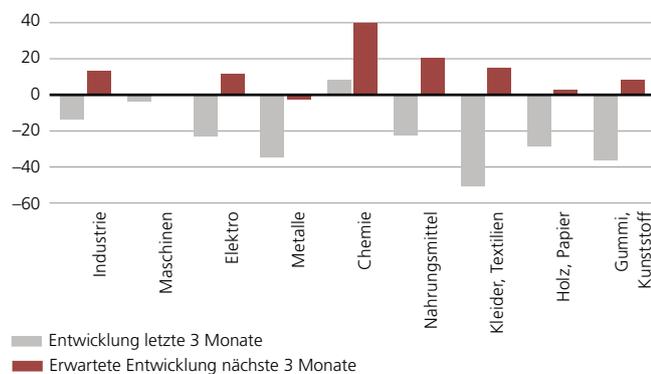
Seit August 2018 verschlechterte sich die Geschäftslage bei den Industrieunternehmen kontinuierlich und wurde im November gerade nur noch als gut beurteilt. Die schwierigere Lage zeigte sich auch bei den rückläufigen Bestellungseingängen, sinkenden Erträgen und dem tieferen Produktionsniveau im Vergleich zum Vorjahr. Zudem belasteten die schlechtere Konjunktur in den Exportländern und der sino-amerikanische Handelsstreit auch die ausländischen Auftragsbestände, die den tiefsten Stand seit Mitte 2017 erreichten.

Abwärtstrend in der Industrie

In den einzelnen Industriebranchen war der Abwärtstrend ebenfalls zu beobachten, allerdings mit unterschiedlicher Geschwindigkeit. Die Unternehmen der Metall-, Elektro- und Maschinenindustrie (MEM) beurteilten die Geschäftslage am schlechtesten, mit der Metallindustrie als relativ deutliches Schlusslicht. Auf der anderen Seite steht die Nahrungsmittelindustrie, deren Geschäftslage von den meisten Unternehmen als gut beurteilt wurde. Da die MEM-Industrie zyklischer ist als die Chemie- und Nahrungsmittelindustrie, ist sie von der aktuellen wirtschaftlichen Abkühlung tendenziell stärker betroffen als die beiden anderen Branchen.

Bestellungseingang im Industriesektor

Diffusionsindex, Daten saisonal geglättet



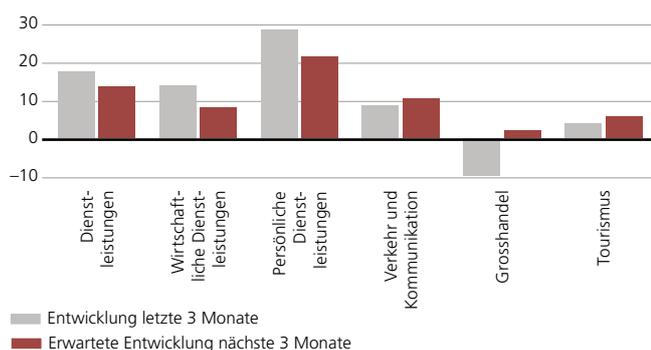
Quellen: KOF, UBS

Detailhandel mit guter Dynamik

In einer etwas komfortableren Lage als die Industrieunternehmen waren die Dienstleister im vierten Quartal. Die Geschäftslage wurde wieder leicht besser beurteilt und auch die Ertragslage und die Nachfrage erholten sich in dieser Zeitspanne wieder.

Nachfrage im Dienstleistungssektor

Diffusionsindex, Daten saisonal geglättet



Quellen: KOF, UBS

Auch bei den Dienstleistungsunternehmen unterschied sich die Dynamik in den einzelnen Branchen. Während sich viele – allen voran der Grosshandel – der wirtschaftlichen Verlangsamung nicht entziehen konnten, ging es beim Detailhandel wieder leicht aufwärts. Die Geschäftslage entspannte sich leicht und auch die Ertragslage stieg das erste Mal seit Mitte 2018 an. Allerdings befürchteten die Unternehmen schon nach dem Weihnachtsgeschäft für das erste Quartal 2020 saisonbereinigt einen tieferen Umsatz und leicht sinkende Preise, was sich schlussendlich negativ bei den Erträgen bemerkbar machen und den Aufwärtstrend stoppen könnte.

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.

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.

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 wer-**

den, müssen über ein in den USA zugelassenes Brokerhaus abgewickelt werden und dürfen nicht von einem nicht in den USA ansässigen Tochterunternehmen durchgeführt werden. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Wertpapieraufsichts- oder Investitionsbehörde in den USA oder anderswo genehmigt. UBS Financial Services Inc. ist nicht als Berater für irgendeine Kommunalbehörde oder verpflichtete Person im Sinne von Abschnitt 15B der Securities Exchange Act (die «Municipal Advisor»-Regel) tätig. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen und Ansichten stellen keine Empfehlung im Sinne der Municipal Advisor Rule dar und sind auch nicht als solche aufzufassen.

Externe Vermögensverwalter / Externe Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und/oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen.

Bahrain: UBS ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagedienstleistungen. **Brasilien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach brasilianischem Recht oder einen Research- bzw. Analysebericht gemäss der Definition in der Anweisung 598/2018 der Comissão de Valores Mobiliários («CVM») dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda. und/oder UBS Consenso Investimentos Ltda. verteilt, die beide durch die CVM beaufsichtigt werden. **China:** Dieser Bericht wird von UBS Switzerland 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. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Denmark Branch, Niederlassung von UBS Europe SE, mit Geschäftssitz in Sankt Annae Plads 13, 1250 Kopenhagen, Dänemark, beim dänischen Gewerbe- und Gesellschaftsamt unter Nummer 38 17 24 33 eingetragen, verteilt. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial af UBS Europe SE unterliegt der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der dänischen Finanzaufsicht (Finanstilsynet), der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründetes Kreditinstitut, das von der EZB zugelassen wurde. **Deutschland:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach deutschem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Deutschland, mit Geschäftssitz Bockenheimer Landstrasse 2–4, 60306 Frankfurt am Main verteilt. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet, ordnungsgemäss von der Europäischen Zentralbank («EZB») zugelassen wurde und der Aufsicht der EZB, der Deutschen Bundesbank und der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht untersteht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Kunden und «Prospects» von UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 132.975.556 vertrieben. Ihr Domicil 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 steht unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden wie der «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution». **Griechenland:** Die UBS Switzerland AG und ihre verbundenen Unternehmen (UBS) sind nicht als Bank oder Finanzinstitut gemäss griechischem Recht zugelassen und erbringen in Griechenland keine Bank- und Finanzdienstleistungen. Folglich bietet UBS derartige Dienstleistungen nur über Niederlassungen ausserhalb Griechenlands an. Dieses Dokument ist nicht als ein in Griechenland bereits unterbreitetes oder noch zu unterbreitendes Angebot an Personen mit Wohnsitz in Griechenland zu betrachten. **Grossbritannien:** Dieses Dokument wird von UBS Wealth Management herausgegeben, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht in der Schweiz zugelassenen und beaufsichtigten Unternehmensbereich der UBS AG. In Grossbritannien ist UBS AG von der «Prudential Regulation Authority» zugelassen und unterliegt der Regulierung durch die «Financial Conduct Authority» und der beschränkten Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority». Einzelheiten zum Umfang der Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority» sind auf Anfrage erhältlich. Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS Wealth Management verteilt. **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. UBS AG Hong Kong Branch ist eine in der Schweiz gegründete Gesellschaft mit begrenzter Haftung. **Indien:** UBS Securities India Private Ltd. (Corporate Identity Number (Handelsregisternummer) U67120MH1996PTC097299) 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (Indien) 400051. Tel: +912261556000. Das Unternehmen erbringt Brokerage-Leistungen unter der SEBI-Registrierungsnummer INZ000259830; Handelsbankdienstleistungen unter der SEBI-Registrierungsnummer: INM000010809 sowie Research- und Analysedienstleistungen unter der SEBI-Registrierungsnummer INH000001204. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften halten unter Umständen Schuldtitel oder Positionen in den gegenständlichen indischen Unternehmen. UBS AG, ihre verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften haben in den letzten zwölf Monaten möglicherweise von dem oder den gegenständlichen indischen Unternehmen Honorare für Dienstleistungen ausserhalb des Investmentbanking-Wertschriftengeschäfts und/oder nicht mit Wertschriften zusammenhängende Dienstleistungen erhalten. Das/Die gegenständliche(n) Unternehmen hat/haben in den zwölf Monaten vor der Publikation des Researchberichts möglicherweise als Kunde(n) von UBS AG, ihren verbundenen Unternehmen oder Tochtergesellschaften Dienstleistungen im Rahmen und/oder ausserhalb des Investmentbanking-Wertschriftengeschäfts und/oder nicht mit Wertschriften zusammenhängende Dienstleistungen in Anspruch genommen. Informationen zu verbundenen Unternehmen finden Sie im Jahresbericht unter: http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html. **Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und/oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, vernichten / löschen Sie sie bitte und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. Sämtliche durch UBS gemäss diesen Unterlagen erbrachte Beratungsdienste und/oder durch UBS gemäss diesen Unterlagen ausgeführte Transaktionen wurden ausschliesslich auf Ihre konkrete Anfrage hin oder gemäss Ihren spezifischen Anweisungen erbracht oder ausgeführt. Sie können folglich durch UBS und Sie selbst auch als solche angesehen werden. Die Unterlagen wurden möglicherweise nicht durch eine Finanzaufsichts- oder Regulierungsbehörde in Ihrem Land geprüft, genehmigt, abgelehnt oder gebilligt. Die betreffenden Anlagen unterliegen bei einer Übertragung gemäss den Bestimmungen in den Unterlagen gewissen Beschränkungen und Verpflichtungen, und mit dem Erhalt dieser Unterlagen verpflichten Sie sich, diese Beschränkungen und Verpflichtungen vollumfänglich einzuhalten. Sie sollten diese sorgfältig durchlesen und sicherstellen, dass Sie sie verstehen und bei der Abwägung Ihres Anlageziels, Ihrer Risikobereitschaft und Ihrer persönlichen Verhältnisse gegenüber dem Anlagerisiko angemessene Sorgfalt und Umsicht walten lassen. Es wird Ihnen empfohlen, im Zweifelsfall eine unabhängige professionelle Beratung einzuholen. **Israel:** UBS ist ein führendes globales Finanzunternehmen, das von seinem Hauptsitz in der Schweiz und seinen Vertretungen in über 50 Ländern weltweit Wealth-Management-

Asset-Management- und Investment-Banking-Dienstleistungen für Privat-, Firmen- und institutionelle Kunden erbringt. UBS Switzerland AG ist in Israel 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 dient ausschliesslich zur Information und stellt weder ein Angebot zum Kauf noch eine Aufforderung zur Offertenstellung dar. Diese Publikation ist weder als Anlageberatung noch als Investment Marketing zu verstehen und ersetzt weder eine auf die individuellen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung noch ein auf die individuellen Bedürfnisse zugeschnittenes Investment Marketing durch entsprechend lizenzierte Anbieter. Das Wort «Beratung» und sämtliche Ableitungen davon sind im Zusammenhang mit der Definition des Begriffs «Investment Marketing» gemäss Definition des israelischen Gesetzes für Anlageberatung, Investment Marketing und Portfoliomanagement von 1995 auszulegen. **Italien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach italienischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Succursale Italia, mit Geschäftssitz Via del Vecchio Politecnico, 3-20121 Mailand, verteilt. UBS Europe SE, Succursale Italien steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der italienischen Zentralbank (Banca d'Italia) und der italienischen Finanzmarktaufsicht (CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **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. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Niederlassung Luxemburg, mit Geschäftssitz in der Avenue J. F. Kennedy 33A, L-1855 Luxemburg verteilt. UBS Europe SE, Niederlassung Luxemburg, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der luxemburgischen Finanzaufsichtsbehörde (Commission de Surveillance du Secteur Financier), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Mexiko:** Dieses Dokument wird verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., («UBS Asesores»), einem verbundenen Unternehmen der UBS Switzerland AG, das aufgrund seiner Beziehung zu einer ausländischen Bank gemäss dem mexikanischen Wertpapierrecht (Ley de Mercado de Valores, LMV) als nicht-unabhängiger Anlageberater eingetragen ist. UBS Asesores ist ein reguliertes Unternehmen und untersteht der Aufsicht der mexikanischen Banken- und Wertpapierkommission («CNBV»), die UBS Asesores ausschliesslich in Bezug auf die Erbringung von Portfoliomanagementleistungen sowie in Bezug auf Wertpapieranlageberatung, Analyse und Bereitstellung individueller Anlageempfehlungen reguliert, sodass die CNBV in Bezug auf andere Dienstleistungen von UBS Asesores über keine Kompetenzen zur Beaufsichtigung verfügt oder verfügen darf. UBS Asesores wurde unter der Registernummer 30060 von der CNBV registriert. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS Asesores als erfahrener qualifizierter Anleger mit Sitz in Mexiko gelten. Die Vergütung des / der Analysten, der / die diesen Bericht erstellt hat / haben, wird ausschliesslich durch Research Management und Senior Management einer Einheit des UBS-Konzerns bestimmt, für die dieser / diese Analyst(en) Dienstleistungen erbringt / erbringen. **Nigeria:** Die UBS Switzerland AG und ihre verbundenen Unternehmen (UBS) verfügen in Nigeria weder über eine Banklizenz der Zentralbank von Nigeria oder der Nigerian Securities and Exchange Commission noch werden sie von diesen beaufsichtigt und reguliert. Sie sind in Nigeria nicht im Bank- oder Anlagegeschäft tätig. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach österreichischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden von UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, mit Geschäftssitz in der Wächtergasse 1, A-1010 Wien verteilt. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, unterliegt der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der österreichischen Finanzmarktaufsicht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Portugal:** Die UBS Switzerland AG ist in Portugal nicht für Bank- und Finanzaktivitäten zugelassen und wird auch nicht von den portugiesischen Aufsichtsbehörden (Banco de Portugal und Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) beaufsichtigt. **Schweden:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach schwedischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, mit Geschäftssitz Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Schweden, verteilt, die im schwedischen Handelsregister unter der Registrierungsnummer 516406-1011 eingetragen ist. UBS Europe SE, Schweden Bankfilial steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der schwedischen Aufsichtsbehörde (Finansinspektionen), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. UBS Europe SE ist ein Kreditinstitut, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Singapur:** Diese Unterlagen wurden Ihnen zugestellt, weil UBS von Ihnen und/oder Personen, die dazu befugt sind, eine Anfrage erhalten hat. Sollten Sie diese Unterlagen irrtümlicherweise erhalten haben, vernichten / löschen Sie sie bitte und benachrichtigen Sie UBS unverzüglich. Kunden der UBS AG, Niederlassung Singapur, werden gebeten, sich mit allen Fragen, die sich aus oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben, an die Niederlassung von UBS AG Singapur zu wenden, einen «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank. **Spanien:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach spanischem Recht dar. Sie wird ausschliesslich zu Informationszwecken an Kunden der UBS Europe SE, Sucursal en España, mit Geschäftssitz Calle María de Molina 4, c.P. 28006, Madrid, verteilt. UBS Europe SE, Sucursal en España steht unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank («EZB»), der Deutschen Bundesbank, der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie der spanischen Aufsichtsbehörde (Banco de España), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. Darüber hinaus ist sie für die Erbringung von Investmentdienstleistungen für Wertschriften und Finanzinstrumente zugelassen. In diesem Zusammenhang wird sie auch von der Comisión Nacional del Mercado de Valores überwacht. UBS Europe SE, Sucursal en España, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Recht als Societas Europaea gegründet und ordnungsgemäss von der EZB zugelassen wurde. **Taiwan:** Dieses Material wird von der UBS AG, Taipei Branch, in Einklang mit den Gesetzen Taiwans oder mit dem Einverständnis der Kunden/«Prospects» oder auf deren Wunsch zugestellt. **Tschechische Republik:** UBS ist in der Tschechischen Republik nicht als Bank zugelassen und darf in der Tschechischen Republik keine regulierten Bank- oder Anlagendienstleistungen erbringen. Bitte informieren Sie UBS, wenn Sie keine weitere Korrespondenz wünschen. **VAE:** UBS verfügt in den Vereinigten Arabischen Emiraten (VAE) weder über eine Zulassung der Zentralbank der VAE noch der Securities & Commodities Authority. Die Niederlassung der UBS AG in Dubai wurde im Dubai International Financial Centre (DIFC) durch die Dubai Financial Services Authority als autorisiertes Unternehmen zugelassen.

Stand 06/2019 CIO82652744

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