

Year Ahead 2024

Eine neue Welt

Chief Investment Office GWM | Finanzanalyse



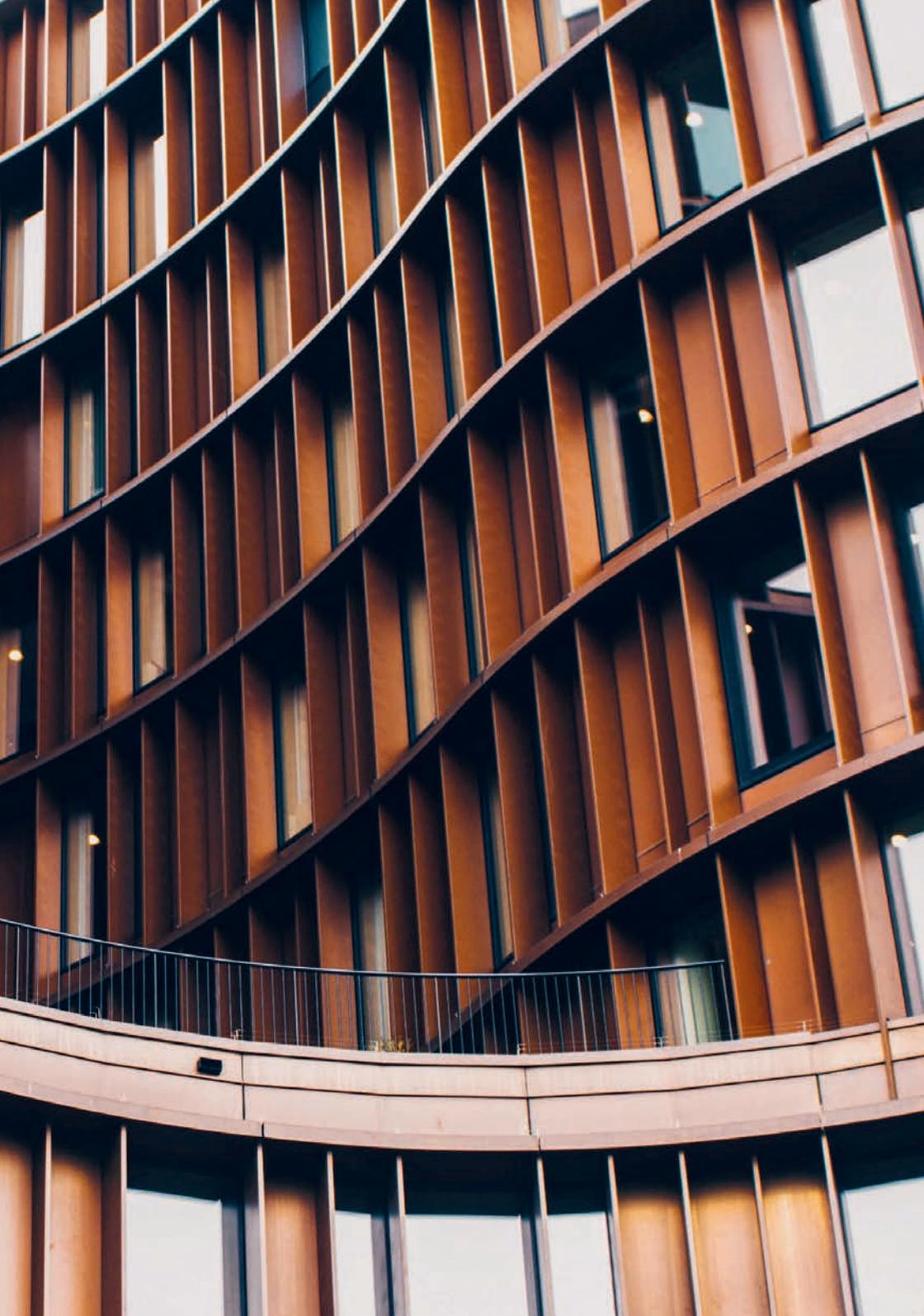
UBS

Erratum:

Dieser Bericht enthält korrigierte Daten. Die bisherige Version dieser deutschen Übersetzung sollte nicht berücksichtigt werden.

Year Ahead 2024 – UBS House View

Dieser Bericht wurde von UBS AG, UBS AG London Branch, UBS Switzerland AG, UBS Financial Services Inc. (UBS FS), UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch und UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd. erstellt. Bitte beachten Sie den wichtigen Disclaimer am Ende dieses Dokuments.



Vorwort

Herzlich willkommen beim *Year Ahead 2024*.

2023 war ein historisches Jahr für die Märkte. Die Anleihenrenditen erreichten den höchsten Stand seit über 15 Jahren. Das erste Unternehmen im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) erreichte einen Marktwert von über USD 1 Bio. Die robuste Verfassung der US-Wirtschaft, trotz der massiven Zinserhöhungen, widersprach den Erwartungen.

2023 war auch für uns ein historisches Jahr. Bei dieser Gelegenheit möchte ich Ihnen danken, dass Sie uns weiterhin Ihr Vertrauen schenken. Wir betrachten es als Privileg, Sie bei der Realisierung Ihrer finanziellen Ziele im kommenden Jahr und darüber hinaus zu unterstützen.

In dieser Publikation richten wir den Blick auf «eine neue Welt», die von wirtschaftlicher Unsicherheit und geopolitischer Instabilität, aber auch von einem grundlegenden technologischen Wandel gekennzeichnet ist.

Unserer Ansicht nach wird es sich lohnen, sich im Jahr 2024 auf Qualität zu konzentrieren. Mit fallenden Zinssätzen erwarten wir, dass Qualitätsanleihen sowohl attraktive Zinserträge als auch Kapitalzuwächse bieten. Ausserdem sind wir der Ansicht, dass Qualitätsaktien – darunter viele im Technologiesektor – am besten aufgestellt sein werden, um ihre Gewinne zu steigern, wenn sich die Weltwirtschaft abkühlt.

Während sich diese neue Welt entwickelt und sich die Trends der Deglobalisierung, Demografie, Digitalisierung, Dekarbonisierung und Verschuldung in den kommenden Jahren zunehmend auf die Wirtschaft und die Märkte auswirken, rechnen wir mit einer Welle der Disruption, insbesondere in den Bereichen Technologie, Energie und Gesundheit. Der Anlageerfolg über diesen Zeitrahmen wird davon abhängen, die «führenden disruptiven Unternehmen» und die damit verbundenen Anlagechancen an öffentlichen und privaten Märkten zu erkennen.

Wir hoffen, dass Ihnen dieser *Year Ahead 2024* die richtigen Kontextinformationen, Analysen und Ideen bietet, um Ihr Portfolio erfolgreich durch eine neue Welt zu steuern. Wir freuen uns darauf, Ihnen auf diesem Weg weiterhin partnerschaftlich zur Seite zu stehen.



Iqbal Khan
President, UBS Global Wealth Management

08

Das bevorstehende Jahr



Ausblick

09 Eine neue Welt

Zentrale Fragen für 2024

- 13** Wie sind die Aussichten für das Wachstum?
- 16** Wie sind die Aussichten für die Zinsen und Renditen?
- 19** Wie wird die Politik die Märkte beeinflussen?

Investieren im Jahr 2024

- 25** Liquidität steuern
- 27** Qualität kaufen
- 31** Den Seitwärtstrend von Währungen und Rohstoffen nutzen
- 34** Marktrisiken absichern
- 36** Mit Alternative Credit diversifizieren

38

Das nächste Jahrzehnt



Investieren im nächsten Jahrzehnt

39 Das nächste Jahrzehnt

43 Erwartungen für die Anlageklassen

45 Was bedeutet generative KI für Märkte und Volkswirtschaften?

Investieren in die Zukunft

51 Führende disruptive Unternehmen wählen

55 Wachstumschancen an den Privatmärkten wahrnehmen

58 Ein ausgewogenes Portfolio für das kommende Jahr und Jahrzehnt

Die Vergangenheit und die Zukunft

62 Rückblick auf 2023

63 Prognosen für die Anlageklassen



Mehr über den *Year Ahead 2024* erfahren Sie unter ubs.com/yearahead



Eine neue Welt

Die wirtschaftlichen, sozialen und politischen Folgen der globalen Pandemie machen sich Jahre nach ihrem Ausbruch immer noch bemerkbar. Wir befinden uns in einer neuen Welt. Es ist daher an der Zeit, einen Plan aufzustellen, sich ausgewogen zu positionieren und diszipliniert, aber flexibel zu bleiben.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Nie zuvor in der Geschichte der Menschheit hat eine Pandemie Regierungen so drastisch und nahezu zeitgleich gezwungen, ihre Wirtschaft stillzulegen und sie anschliessend im Schockverfahren wieder zum Leben zu erwecken. Das Ergebnis? Die Rückkehr der Inflation, Engpässe am Arbeitsmarkt sowie steigende Zinssätze, Anleihenrenditen und Staatsschulden. Gleichzeitig wird das geopolitische Umfeld durch Kriege in Ölförderregionen, eine reifere Wirtschaft in China sowie das Aufkommen einer nationalen Industrie- und Umweltpolitik neu geordnet. Und während die alte Gefahr verfeindeter Grossmächte zurückzukehren scheint, könnten neue Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) die Menschheit ebenfalls grundlegend verändern.

Damit befinden wir uns in «einer neuen Welt», die von wirtschaftlicher Unsicherheit sowie geopolitischer und ökologischer Instabilität, aber auch von einem grundlegenden technologischen Wandel geprägt ist.

Was sollten wir im kommenden Jahr erwarten?

Erstens rechnen wir mit einem schwächeren Wachstum der US-Wirtschaft in 2024, da auf die Konsumenten zunehmende Belastungen zukommen. In Europa wird das Wachstum unseres Erachtens verhalten bleiben, während in China ein niedrigeres, aber potenziell höherwertiges Wachstum als in der Vergangenheit zur «neuen Normalität» wird. Dieses Umfeld spricht unserer Ansicht nach für die Ausrichtung von Aktienallokationen auf Qualitätsaktien, auch aus dem Technologiesektor, also auf Unternehmen, die ihre Gewinne

selbst dann steigern können, wenn sich das Wachstum der Weltwirtschaft abkühlt.

Zweitens erwarten wir, dass die Zentralbanken in 2024 mit Zinssenkungen beginnen. Unserer Meinung nach überbewerten die Staatsanleihenmärkte das Risiko der hohen Zinssätze als neuen Normalzustand. Wir rechnen mit einem Rückgang der Renditen in 2024. Dies spricht dafür, Allokationen in Barmitteln zu begrenzen und sich die Renditen von Qualitätsanleihen zu sichern.

Drittens wird die Politik unseres Erachtens in 2024 eine bedeutende Rolle spielen. Die Präsidentschaftswahlen in den USA, die Kriege zwischen Israel und Hamas sowie zwischen Russland und der Ukraine, aber auch die anhaltende Rivalität zwischen den USA und China könnten Auswirkungen auf die globalen Märkte haben. Darüber hinaus könnten politische Entscheidungen für grosse und ungedeckte staatliche Ausgabenprogramme sowohl positive als auch negative Anlagerisiken für die Konjunkturprognosen im Basisszenario verursachen. Anlegerinnen und Anleger sollten sich darauf einstellen, Marktrisiken abzusichern. Wir betrachten Kapitalschutzstrategien, Macro-Hedge-Funds, Öl und Gold als Absicherungsmöglichkeiten, die 2024 im Auge behalten werden sollten.

Jahrzehnt des Wandels

Mit Blick auf das nächste Jahrzehnt erwarten wir, dass die Auswirkungen der KI, der reiferen Wirtschaft Chinas, der Energiewende und der weltweit hohen Verschuldung noch grösser werden.

Die KI wird unserer Ansicht nach in einer Reihe von Sektoren eine bedeutende Wertschöpfung vorantreiben. Einstweilen konzentrieren sich die Anleger auf die wahrscheinlichen Nutzniesser von KI-Hardware und -Plattformen. Die Ausweitung der KI in Applikationen eröffnet jedoch breite Möglichkeiten.

In China rückt eine neue Normalität in Sicht. Beschränkungen der alten Wachstumsmodelle dürften zu einem langsameren Wachstum führen, als es in den letzten zwei Jahrzehnten die Norm war. Investments im Einklang mit den Bemühungen des Landes, Industrien mit höherem Mehrwert zu fördern, den grünen Wandel voranzutreiben und eine grössere Autonomie zu entwickeln, dürften am besten aufgestellt sein.

Die Besorgnis über den Klimawandel und die nationale Sicherheit wird eine globale Wende zur Dekarbonisierung antreiben. Eine vollständige Umstellung auf eine Wirtschaft ohne CO₂-Emissionen ist ein komplexes Unterfangen. Die bedeutenden Investitionen in Dekarbonisierungsprojekte dürften jedoch ein grosses Wachstumspotenzial für Anbieter von Lösungen in diesem Bereich schaffen.

Durch staatliche Investitionen in die technologische, ökologische, energetische und physische Sicherheit – aber auch infolge der Alterung der Bevölkerung – dürften die Schulden wachsen. Eine höhere Verschuldung wird unserer Ansicht nach zu einer höheren Volatilität im Fixed-Income-Bereich beitragen, aber auch mehr Chancen für Privatanleger schaffen, Finanzmittel bereitzustellen. Diese Trends unterstreichen die

Bedeutung der Einbeziehung alternativer Anlagen in diversifizierte Portfolios für Anleger, die in der Lage sind, die mit ihnen verbundenen spezifischen Risiken zu tragen.

Was sollten Anleger tun?

Erstens sollten sie sicherstellen, dass sie einen Plan haben. In dieser neuen Welt sind Daten leichter verfügbar, aber nicht unbedingt aussagekräftiger. Durch die Allgegenwart der sozialen Medien wird jeder Datenpunkt in einem Masse verstärkt wie nie zuvor. Das Ergebnis? Die Macht von Storys, das Verhalten der Menschen zu beeinflussen, hat zugenommen. Informationen (oder Fehlinformationen) können die Märkte schneller in Bewegung setzen als je zuvor und die öffentliche Meinung kann innerhalb von Tagen umschlagen. Ein klarer Plan, der Strategien mit Zielen und Werten verbindet, kann Anlegern dabei helfen, sich in einer zunehmend turbulenten Welt auf das Gesamtbild zu konzentrieren.

Zweitens sollten Anleger ein ausgewogenes Engagement anstreben. In unserem Basisszenario rechnen wir in 2024 mit positiven Gesamttrenditen ausgewogener Portfolios. Unsere Szenarioanalyse deutet darauf hin, dass eine Diversifikation über verschiedene Anlageklassen hinweg auch eine wirksame Absicherung gegen Risikoszenarien darstellen dürfte. Auf lange Sicht sind wir überzeugt, dass Anleger mit einem diversifizierten Multi-Asset-Portfolio – traditionell oder nachhaltig – als Anlagekernstrategie die besten Aussichten haben, ihr reales Vermögen langfristig zu schützen und zu vermehren.

Drittens sollten Anleger diszipliniert, aber flexibel bleiben. Disziplin ist die Voraussetzung für erfolgreiches Investieren: Mit der richtigen Kernstrategie hat sich der Ratsschlag, auf «die Dauer statt auf den Zeitpunkt des Marktengagements» zu achten, auf lange Sicht immer wieder bewährt. Die Märkte entwickeln sich jedoch weiter und die Anforderungen der Anleger verändern sich. Daher sollten Anleger ihre Pläne für die strategischen und taktischen Allokationen sowie für ergänzende Anlageideen regelmässig überprüfen.

Lektionen aus «der alten Welt»

Während wir in eine neue Welt eintreten, könnte man leicht eine gewisse Beklemmung verspüren. Man sollte jedoch nicht vergessen, dass die Welt seit dem Jahr 1900 zwei Weltkriege, neun Pandemien, Hunderte von Bürgerkriegen und regionalen Konflikten, mehr als 2000 Nukleardetonationen, Revolutionen in den grössten und bevölkerungsreichsten Ländern der Welt, mindestens ein Dutzend Hyperinflationen, über 15 Baissen, mehr als 20 Rezessionen und fast 200 Staatspleiten oder Schuldenkrisen erlebt hat.

Im Hinblick auf die Kapitalanlage haben uns diese schwierigen Jahre drei Dinge gelehrt: den Wert der globalen Diversifikation, die Vorzüge der Geduld und, vor allem, die Widerstandsfähigkeit und den Einfallsreichtum der Menschheit.

Wir wünschen Ihnen ein gesundes, glückliches und erfolgreiches neues Jahr.



Wie sind die Aussichten für das Wachstum?

Wir erwarten, dass die Stärke der US-Wirtschaft des Jahres 2023 einem schwächeren, aber immer noch positiven Wachstum im Jahr 2024 weicht, da auf die Konsumenten zunehmende Belastungen zukommen. In Europa wird das Wachstum unseres Erachtens verhalten bleiben, während in China ein niedrigeres, aber potenziell höherwertiges Wachstum als in der Vergangenheit zur «neuen Normalität» wird.

USA

Eine lange erwartete Verlangsamung. In 2023 war das Wirtschaftswachstum in den USA robuster als erwartet, da es durch überschüssige Ersparnisse der Konsumenten unterstützt wurde. In 2024 rechnen wir mit einer Verlangsamung des Wachstums. Die hohen Zinssätze dürften die Kauflaune dämpfen: Anschaffungen, die häufig durch Kredite finanziert werden wie Häuser und Autos, sind so unerschwinglich wie seit Jahren nicht mehr. Die Privathaushalte müssen mit dem Ende der Beihilfen für die Kinderbetreuung, der Reduzierung der Medicaid-Leistungen und der Wiederaufnahme der Rückzahlungen für Studentenkredite fertigwerden. Zudem dürften die Sparquoten steigen, da die Zuversicht abnimmt.

Kein bedeutender Rückgang. Wir rechnen zwar mit einer Verlangsamung, aber nicht mit einem signifikanten Rückgang der Aktivität. Aus historischer Sicht wäre es unge-

wöhnlich, wenn die US-Wirtschaft nach einer Phase der Zinserhöhungen eine Rezession vermeiden würde. Doch unserer Ansicht nach gibt es diesmal Gründe für Optimismus. Erstens dürfte die Arbeitsplatzsicherheit mittelständischer Haushalte, der wichtigsten Konsumentengruppe, hoch bleiben. Zweitens rechnen wir mit soliden Investitionen im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz, Halbleitern, Infrastruktur und grüner Energie. Drittens dürften die soliden Bilanzen der Privathaushalte und Unternehmen eine gewisse Widerstandsfähigkeit gegen negative Schocks schaffen.

Europa

Eine gewisse Unterstützung. Dank der rückläufigen Inflation und des robusten Arbeitsmarkts dürften die realen Einkommen der Konsumenten steigen, was unseres Erachtens in höheren Konsumausgaben resultieren wird. Die Haushalte haben bereits vorgehend Ersparnisse angesammelt und

Schulden reduziert. Eine unterstützende Fiskalpolitik, insbesondere in Süd- und Osteuropa, dürfte das Wachstum ebenfalls anregen, da die Mittel aus dem Aufbaufonds NextGenerationEU Investitionen in Infrastruktur und die kohlenstoffarme Energieerzeugung antreiben.

Die Probleme bleiben. Insgesamt rechnen wir mit einem weiterhin schleppenden Wachstum in Europa. Die Geldpolitik wird bis zum Ende des nächsten Jahres restriktiv bleiben – sogar nach den drei von uns erwarteten Zinssenkungen. Die Kreditvergabe der Banken dürfte durch den Druck auf die Bankenrentabilität, eine weniger großzügige Unterstützung durch die Europäische Zentralbank (EZB) und Bedenken wegen der Vergütung auf Rücklagen beschränkt werden. Eine verhaltene Auslandsnachfrage und hohe Energiekosten dürften Exporteure und Hersteller belasten.

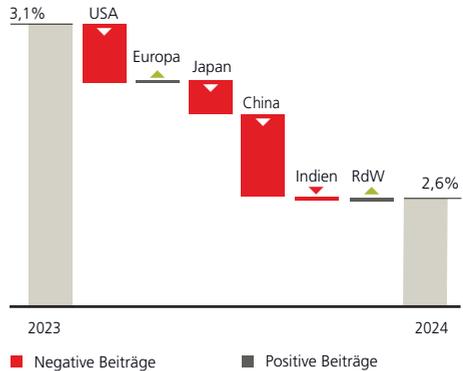
China

Eine neue Normalität. Wir erwarten, dass die Wirtschaft in China 2024 um 4,4% wächst. Dies läge unter dem geschätzten Wachstum von 5,2% in 2023. Das Wachstum wird durch den zurückhaltenden Konsum, die schleppende Auslandsnachfrage und die Probleme im Immobiliensektor belastet. Längerfristig könnten die schrumpfende Erwerbsbevölkerung, strukturelle Grenzen des vom Handel angetriebenen Wachstums und ein prekäres geopolitisches Gleichgewicht

Abbildung 1

USA und China treiben die globale Konjunkturabkühlung an

Prognosen für das globale BIP-Wachstum und massgebliche Beiträge zur Verlangsamung



Hinweis: RdW = Rest der Welt
Quelle: UBS, per November 2023

bedeuten, dass die Zeit der Jahreswachstumsraten von über 6% in China vorbei ist.

Immer noch ein Wachstumsmotor. Eine neue Normalität für die chinesische Wirtschaft ist jedoch noch kein Grund, China abzuschreiben. Peking kündigte vor Kurzem ein Programm für Anleihenemissionen von CNY 1 Bio. an, das das BIP-Wachstum im nächsten Jahr um 0,4 bis 0,8 Prozentpunkte stärken könnte. Dies ist möglicherweise nur ein Vorbote für weitere politische Massnahmen in 2024. Längerfristig erwarten wir, dass sich die Konsumausgaben, die Führungsrolle beim Übergang zu einer CO₂-neutralen Wirt-

Was bedeutet die neue Normalität in China für das nächste Jahrzehnt?

Mehr darüber erfahren Sie im Abschnitt «Das nächste Jahrzehnt» unter ubs.com/yearahead



schaft und Verbesserungen der industriellen Lieferketten als dauerhafte und hochwertige Wachstumsfaktoren erweisen werden.

Auswirkungen für Anleger

Qualitätsanleihen kaufen. Unserer Ansicht nach wird das schwächere Wachstum zu niedrigeren Zinserwartungen und tieferen Renditen in 2024 führen. Dies macht hochwertige Anleihen zu einer attraktiven Anlagechance. Mehr dazu auf [Seite 27](#).

Qualitätsaktien kaufen. Wir erwarten, dass die Aktienmärkte auf breiter Linie steigen werden. Qualitätsunternehmen gefallen uns jedoch besonders, auch im Technologiesektor. Diese Unternehmen zeichnen sich durch das Potenzial aus, ihre Gewinne

auch vor dem Hintergrund einer weniger robusten Wirtschaftstätigkeit zu steigern. Mehr dazu auf [Seite 28](#).

Prognosen des realen BIP-Wachstums von UBS

2023		2024	
2,4%	▶	1,1%	USA
0,5%	▶	0,6%	Eurozone
5,2%	▶	4,4%	China

Quelle: UBS, per 13. November 2023

Lehren aus der Vergangenheit

Kann die Fed der Geschichte trotzen und es vermeiden, eine Rezession auszulösen?

Die Geschichte lehrt uns, dass eine aggressive geldpolitische Straffung häufig, aber nicht immer, zu einer Rezession führt.

Vor dem aktuellen Zinserhöhungszyklus gab es seit 1971 acht Zyklen, in denen die US-Notenbank Fed den Leitzins um über 200 Basispunkte (Bp.) anheb. In fünf dieser Fälle folgte eine Rezession, unter anderem nach allen vier Zyklen, bei denen die Zinssätze um 375 Bp. oder mehr angehoben wurden. In zwei Fällen, 1983–1984 und 1994–1995, erreichte die Fed eine sanfte Landung. Zu den Bedingungen, die dies

ermöglichten, zählten gut verankerte Inflationserwartungen, ein gut ausgelasteter Arbeitsmarkt und hohe Ersparnisse der Privathaushalte – drei Faktoren, die auch im aktuellen Umfeld gegeben sind. Die Rezession in 2020 wurde von der Coronavirus-Pandemie ausgelöst.

In unserem Basisszenario gehen wir nach wie vor davon aus, dass der US-Wirtschaft in 2024 eine «eher sanfte» Landung gelingt. Dies ist der robusten Arbeitskräftenachfrage, soliden Investitionen und starken Konsumenten- sowie Unternehmensbilanzen zu verdanken.

Wie sind die Aussichten für die Zinsen und Renditen?

Wir erwarten, dass die Zentralbanken in 2024 mit Zinssenkungen beginnen. Nach unserer Einschätzung überbewerten die Staatsanleihenmärkte das Risiko, dass die hohen Zinssätze zum neuen Normalzustand werden. Ausserdem rechnen wir mit einem Rückgang der Renditen in 2024.

Inflation und Zinsen

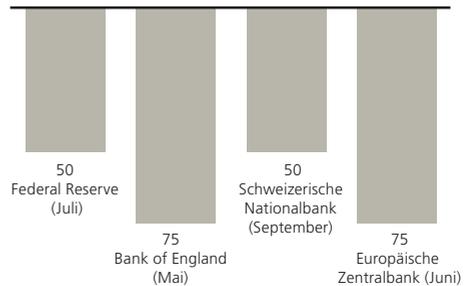
Zurück zur Normalität. In 2023 machte der Rückgang der Inflation Fortschritte in Richtung auf das Ziel der Zentralbanken und unserer Meinung nach wird sich dieser Trend in 2024 fortsetzen. In unserem Basisszenario erwarten wir, dass die Konsumentenpreis-inflation in den USA und der Eurozone am Ende des Jahres 2024 im Bereich von 2% bis 2,5% liegt. Wichtige Treiber dieser Entwicklung sind eine rückläufige Inflation im Bereich des Hauseigentums, die schwächere Konsumnachfrage und das moderatere Lohnwachstum.

Niedrigere Zinsen erwartet. Unserer Ansicht nach sollte die Kombination aus schwächerem Wachstum und niedrigerer Inflation zu Zinssenkungen in 2024 führen. Obwohl die Inflation wahrscheinlich im Grossteil oder im gesamten nächsten Jahr über dem 2%-Ziel verharren wird, werden die geldpolitischen Entscheidungsträger unserer

Abbildung 2

Unsere Erwartungen bezüglich Zinssenkungen der Zentralbanken

Kumulierte Zinssenkungen in 2024, in Bp., und Monat der ersten Zinssenkung (in Klammern)



Quelle: UBS, per November 2023

Meinung nach bis zur Mitte des Jahres zuversichtlich genug sein, dass die Inflation nachhaltig in Richtung ihres Zielwerts zurückgeht. In unserem Basisszenario senken die Europäische Zentralbank und die Bank of England ihre Leitzinsen in 2024 jeweils um 75 Bp., während wir von der US-Notenbank Federal Reserve und der Schweizerischen Nationalbank Zinssenkungen um 50 Bp. im nächsten Jahr erwarten.

Renditen

Die Märkte nehmen eine viel längere Zeit mit höheren Zinssätzen vorweg. Die Märkte implizieren, dass die Fed die Zinsen in den nächsten fünf Jahren nicht unter 4,2% senken wird. Es ist zwar durchaus möglich, dass die Zinssätze länger höher bleiben, als wir erwarten. Doch wir halten es für höchst unwahrscheinlich, dass die Fed in den nächsten fünf Jahren die Zinsen nicht unter 4% senken oder anderweitig an den Märkten intervenieren muss. In diesem Zeitraum werden wahrscheinlich mindestens einmal eine Rezession, eine niedrige Inflation oder finanzielle Turbulenzen eintreten. Politische Entscheidungen zugunsten grosser und ungedeckter staatlicher Ausgabenprogramme könnten ein Risiko für diese Einschätzung darstellen.

Die Anleihenrenditen dürften sinken. Wir gehen davon aus, dass ein schwächeres Wirtschaftswachstum in 2024 dazu führt, dass die Zinserwartungen sowohl kurz- als auch langfristig nachgeben. Dementsprechend rechnen wir mit einem Rückgang der Rendite zehnjähriger US-Treasuries auf 3,5% bis zum Ende des nächsten Jahres. Wie wir in unserem Bonusartikel (siehe Link unten) ausführlicher schildern, schätzen wir die zehnjährige Gleichgewichtsrendite auf 3,5%. Diese Einschätzung beruht auf einer Inflationsrate von 2% bis 2,5%, einem neutralen Realzinssatz von 0,5% bis 1% und einer Laufzeitprämie von 0,5%.

Auswirkungen für Anleger

Liquidität steuern. Da die Zinssätze und die Zinserwartungen sinken dürften, sollten Anlegerinnen und Anleger unserer Ansicht nach sicherstellen, dass sie nicht zu grosse Mengen an Barmitteln halten, und danach streben, die potenziellen Erträge zu optimieren. Mehr dazu auf [Seite 25](#).

Qualitätsanleihen kaufen. Hochwertige Anleihen bieten unserer Ansicht nach attraktive Renditen und Potenzial für Kapitalzuwächse, wenn die Märkte in 2024 beginnen, niedrigere Zinserwartungen zu eskomptieren. Mehr dazu auf [Seite 27](#).

Sind höhere Schulden und höhere Zinsen die neue Normalität?

Mehr darüber erfahren Sie im Abschnitt «Das nächste Jahrzehnt» unter ubs.com/yearahead



Lehren aus der Vergangenheit

Was sagt uns die Geschichte über den Verlauf von Zinsen und Renditen?

Höchstzinsen dauern nicht lange. Während der zehn Zinserhöhungszyklen der Fed seit 1970 wurden die Zinssätze im Median drei Monate lang auf dem Höhepunkt gehalten. Die kürzeste «Haltephase» betrug nur einen Monat, die längste dauerte 15 Monate.

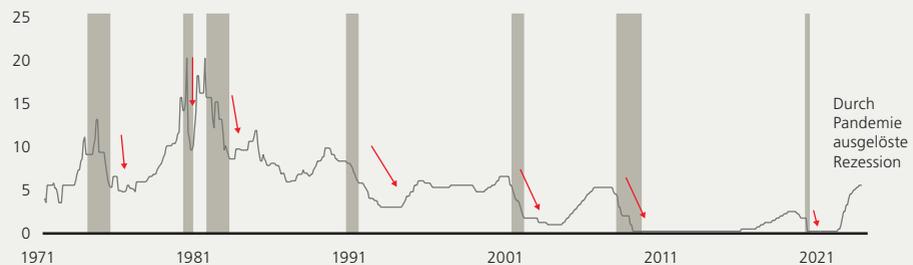
Zinssenkungen können steil sein. Wenn die Fed mit der Lockerung begann, senkte sie die Zinssätze in den ersten zwölf Monaten im Durchschnitt um 260 Bp. (mit Ausnahme von 1987 und 2006, als sie die Zinsen nach einer Pause wieder anhub) und innerhalb der ersten 24 Monate um 410 Bp. Derzeit eskomptieren die Märkte Zinssenkungen um 150 Bp. in den nächsten zwei Jahren.

Die Renditen kehren auf den Boden zurück. Der jüngste Anstieg der Renditen zehnjähriger US-Treasuries verlief zwar sehr schnell. Doch dies ist nicht der erste solche Fall: Seit 1962 gab es 16 Episoden, in denen die langfristige Rendite im Zeitraum von sechs Monaten um über 100 Bp. stieg. Mit einer Ausnahme (1979–1980) gingen die Renditen jeweils in den folgenden zwölf Monaten zurück. Unserer Ansicht nach wird es diesmal nicht anders sein.

Abbildung 3

Zinssenkungen können steil sein

Federal Funds Rate, in Prozent, US-Rezessionsphasen schattiert



Quelle: Bloomberg, UBS, per November 2023

Wie wird die Politik die Märkte beeinflussen?

Unserer Meinung nach wird die Politik 2024 eine bedeutende Rolle spielen. Die Präsidentschaftswahlen in den USA, die andauernden Kriege zwischen Israel und Hamas sowie zwischen Russland und der Ukraine, aber auch die Rivalität zwischen den USA und China könnten die Märkte weltweit beeinflussen. Die Anleger sollten sich auf Phasen von politisch ausgelöster Volatilität einstellen und Absicherungen ins Auge fassen.

US-Präsidentschaftswahl

Die Wahrscheinlichkeiten abwägen. Derzeit liegen Präsident Joe Biden und der ehemalige Präsident Donald Trump im Rennen um die Nominierung durch ihre jeweiligen politischen Parteien deutlich in Führung.

Die Wettmärkte schätzen die Wahrscheinlichkeit, dass Biden von den Demokraten zum Kandidaten aufgestellt wird, auf 70% – eine ungewöhnlich niedrige Zahl für einen Amtsinhaber, der eine Wiederwahl anstrebt. Trump hat zwar laut den Wettmärkten eine Chance von 80%, sich die Nominierung der Republikaner zu sichern. Seine Anziehungskraft bei nicht parteigebundenen Wählern könnte jedoch durch juristische Hürden geschmälert werden. Dies untergräbt möglicherweise seine Chancen auf die Präsidentschaft – die Märkte setzen diese Wahrscheinlichkeit bei

35% an (und für Biden nur bei 30%).

Ein externes Risiko besteht darin, dass als Folge dieser Unzufriedenheit Kandidaten von Drittparteien die Wahl entscheiden oder sogar verhindern, dass sich ein Kandidat die Mehrheit der Wahlmännerstimmen sichert. Damit läge die Entscheidung über die Wahl beim Repräsentantenhaus.

Ein geteilter Kongress ist wahrscheinlich.

Nach unserer Meinung ist ein geteilter Kongress das wahrscheinlichste Szenario nach den Wahlen in 2024. Wir erwarten, dass die Republikaner die Kontrolle über den Senat übernehmen, da sie weniger Sitze verteidigen müssen. Die Demokraten haben unseres Erachtens jedoch bessere Aussichten, die Kontrolle über das Repräsentantenhaus zurückzuerobern, da einige Republikaner nach der Absetzung des

früheren Sprechers Kevin McCarthy vor schwierigen Wiederwahlkämpfen stehen.

Bei einem geteilten Kongress müssten Gesetze auf parteiübergreifender Basis beschlossen werden. Dies würde die Wahrscheinlichkeit durchgreifender innenpolitischer Reformen – wie Änderungen der Steuer- oder Gesundheitspolitik sowie eine Rücknahme der Klimaausgaben – verringern. Doch der amtierende Präsident hätte immer noch eine gewisse Entscheidungsgewalt in ausenpolitischen Angelegenheiten, unter anderem in Bereichen wie den Handelsbeziehungen mit China und der Haltung der USA im Hinblick auf die Kriege zwischen Russland und der Ukraine und zwischen Israel und Hamas.

Krieg zwischen Israel und Hamas

Inmitten einer zunehmenden humanitären Krise ist die weitere Entwicklung im Krieg zwischen Israel und Hamas nach wie vor höchst ungewiss. Zum Zeitpunkt der Niederschrift beschränkt sich der Konflikt auf eine begrenzte Konfrontation zwischen Hamas und Israel in den jeweils von ihnen kontrollierten Gebieten. Das Risiko scheint jedoch zum negativen Szenario einer regionalen Eskalation zu neigen, bei der andere Nationen hineingezogen werden. Die israelischen Bodenoperationen in Gaza und die Feuergefechte zwischen Israel und Hisbollah und anderen vom Iran unterstützten Gruppierungen deuten auf das Risiko einer Eskalation hin.

Auswirkungen auf die Ölmärkte. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass sich der Preis für Brent-Rohöl in der Bandbreite von USD 90 bis USD 100 pro

Barrel bewegt. Wenn die Rohölexporte aus dem Iran jedoch um rund 500 000 Barrel pro Tag sinken, könnte dies den Ölpreis auf USD 100 bis USD 110 je Barrel treiben. Falls sich der Konflikt in der Region ausweitet und andere Ölproduzenten mit hineingezogen werden, könnte der Ölpreis über USD 120 je Barrel steigen.

Russland-Ukraine-Krieg

Zum Zeitpunkt der Niederschrift hat der Krieg nur relativ begrenzte Auswirkungen auf die täglichen Entwicklungen an den globalen Finanzmärkten. Durch die angespanntere Lage an den Ölmärkten ist die Welt jedoch anfälliger für andere Angebotsschocks.

Amerika zuerst? Wenn sich Biden die Wiederwahl sichern sollte, würden wir mit einer Fortsetzung des Status quo rechnen, also einer weiteren finanziellen und militärischen Unterstützung der Ukraine durch die USA. Wenn Trump seinen Wahlkampf jedoch auf das Motto «America First» stützt und gewinnt, würden wir annehmen, dass die finanziellen und militärischen Hilfen der USA für die Ukraine deutlich zurückgeschraubt werden. In diesem Fall müssten die Regierungen in Europa ihre Ausgaben erheblich aufstocken – ein fiskalpolitisches Risiko – oder einen potenziellen militärischen Sieg Russlands akzeptieren.

Rivalität zwischen den USA und China

Handel und Technologie. Die Handelsbeziehungen zwischen den USA und China schienen 2023 ein neues, unsicheres Gleichgewicht gefunden zu haben. Die Bemühungen Chinas um Autarkie in der Halbleiterproduktion könnten das Verhältnis jedoch auf die Probe stellen. Das Weisse Haus

versucht, den Zugang Chinas zu grundlegenden KI-Chips und Technologie für die Chipherstellung zu blockieren.

Taiwan. Wir erwarten zwar, dass die gemeinsamen Interessen Chinas und Taiwans fortbestehen und die Zusammenarbeit zwischen den USA und Taiwan anhält. Erhöhte Spannungen zwischen den USA und China wegen Taiwan können jedoch erhebliche Auswirkungen auf die globalen Lieferketten haben – mit

Folgeeffekten für die globalen Märkte und die diplomatischen Beziehungen.

Auswirkungen für Anleger

Auf [Seite 34](#) erläutern wir einige der grundsätzlichen Möglichkeiten für Anleger, ihre Portfolios im Jahr 2024 abzusichern. Dazu zählen Kapitalschutzstrategien, Öl, Gold und Hedge Funds.

Lehren aus der Vergangenheit

Wirken sich die US-Präsidentschaftswahlen auf die Märkte aus?

Die Präsidentschaftswahlen in den USA haben zwar grosse Bedeutung für die Innen- und Aussenpolitik. Unsere Analysen ergeben jedoch, dass sie keine zuverlässi-

gen Auswirkungen auf die Märkte haben. Wir raten Anlegern, ihre politischen Präferenzen an den Wahlurnen auszudrücken, nicht mit ihren Portfolios.

Wählen Sie nicht mit Ihrem Portfolio

Gesamtrenditen des S&P 500 pro Kalenderjahr in Wahljahren seit 1928, in Prozent



* Ohne 2008, als der S&P 500 um 37% fiel, hauptsächlich infolge der globalen Finanzkrise.
Quelle: Bloomberg, UBS, per November 2023

Szenarien

Basisszenario: Eher sanfte Landung

Wahrscheinlichkeit: 60%

S&P 500: 4700 | 10-j. US-Rendite: 3,5% |
EURUSD: 1.12

Wir erwarten, dass sowohl Aktien als auch Anleihen 2024 positive Gesamtrenditen erzielen. Eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den USA, eine sinkende Inflation und niedrigere Zinserwartungen dürften zu tieferen Renditen führen. Dies würde die Bewertungen von Anleihen und Aktien unterstützen. Das Ausbleiben einer schweren US-Rezession dürfte es den Unternehmen indes ermöglichen, ihre Gewinne weiter zu steigern.

Positives Szenario: Aufschwung

Wahrscheinlichkeit: 20%

S&P 500: 5100 | 10-j. US-Rendite: 5% |
EURUSD: 1.18

Wir rechnen mit positiven Renditen von Aktien und stagnierenden Anleiherträgen. Ein kräftiges Wirtschaftswachstum unterstützt das Gewinnwachstum der Unternehmen, die Anlegerstimmung und letztlich die Aktienkurse. Im Gegensatz dazu sorgen ein robustes Wachstum und eine anhaltend über dem Zielbereich liegende Inflation dafür, dass die Anleihenrenditen hoch bleiben, oder treiben sie sogar noch weiter in die Höhe. Dies resultiert in Anleiherträgen von 0%.

Negatives Szenario: Harte Landung

Wahrscheinlichkeit: 15%

S&P 500: 3500 | 10-j. US-Rendite: 2,75% |
EURUSD: 1.00

Wir rechnen mit negativen Aktienrenditen und positiven Anleiherträgen. Eine starke Wachstumsverlangsamung – möglicherweise infolge der kumulierten Effekte der bisherigen Zinserhöhungen – verursacht eine moderate oder schwere Rezession. Die düstere Anlegerstimmung und deutlich gesenkte Gewinnerwartungen führen zu fallenden Aktienkursen. Anleihen halten sich gut, da die Zinserwartungen einbrechen und die Anleger nach Zufluchtsanlagen suchen.

Alternatives negatives Szenario: Anleihenwächter

Wahrscheinlichkeit: 5%

S&P 500: 3800 | 10-j. US-Rendite: 6% |
EURUSD: 1.10

Wir erwarten, dass sowohl Aktien als auch Anleihen schlecht abschneiden. Die Anleihenrenditen steigen weiter, möglicherweise aufgrund von Befürchtungen hinsichtlich überhöhter Haushaltsdefizite, höherer Energiepreise oder einer längeren Zeit mit Inflationsraten über dem Zielbereich. Die höheren Anleihenrenditen belasten auch Aktien, da gestiegene Zinssätze die geschätzten fairen Bewertungen mindern und einige Anleger aus Aktien in Anleihen umschichten.



Wie sollte ich im Jahr 2024 investieren?

Unseres Erachtens sollten Anlegerinnen und Anleger ihre Investments für das kommende Jahr an fünf grundsätzlichen Ideen ausrichten:

Liquidität steuern

Da die Zinssätze fallen dürften, sollten Anleger unserer Ansicht nach ihre Bar-mittelbestände begrenzen und Chancen zur Optimierung der Renditen nutzen. Hierzu eignen sich Festgeldanlagen, Anleihen-leitern und strukturierte Lösungen.

Qualität kaufen

Wir rechnen mit positiven Gesamtrenditen bei Aktien und Anleihen. Anleger sollten jedoch auf Qualität achten. Qualitätsanleihen bieten unserer Meinung nach sowohl eine gute Rendite als auch Kapitalzuwächse. Unternehmen mit hohen Kapitalrenditen, guten Bilanzen und zuverlässigen Gewinnen sind unseres Erachtens am besten aufgestellt, um trotz eines schwächeren Wachstums Gewinne zu erwirtschaften.

Den Seitwärtstrend von Währungen und Rohstoffen nutzen

Wir erwarten, dass der US-Dollar zu Beginn des Jahres 2024 stabil bleibt. Im Verlauf des Jahres könnte sich der USD jedoch

abschwächen. Daher wäre es unseres Erachtens interessant, das Aufwärtspotenzial des USD zu verkaufen, um eine Rendite zu erzielen. Bei den Rohstoffen dürfte Brent-Rohöl bis Ende 2024 in der Bandbreite von USD 90 bis USD 100 pro Barrel handeln.

Marktrisiken absichern

Angesichts der geopolitischen Unsicherheit müssen sich Anleger auf Schwankungen einstellen. Zusätzlich zur Diversifikation können Anleger ihre Portfolios durch Kapitalerhaltungsstrategien gegen bestimmte Risiken absichern, zum Beispiel mit alternativen Anlagen oder mit Positionen in Öl und Gold.

Mit Alternative Credit diversifizieren

Aufgrund der weltweit hohen Verschuldung rechnen wir im Fixed-Income-Bereich mit grösseren Schwankungen der Kurse und Risikoprämien. Dies ist ein vorteilhaftes Umfeld für verschiedene Kreditstrategien, wie Credit Arbitrage und Distressed Debt.

Liquidität steuern



Allgemein empfehlen wir Anlegern, im kommenden Jahr Barmittelbestände zu begrenzen und Renditen zu optimieren. Krieg und geopolitische Unsicherheit können dazu führen, dass Barmittel als besonders sicher wahrgenommen werden. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Zinsen 2024 sinken werden. Dadurch verringert sich die Rendite von Barmitteln und das Wiederanlageisiko steigt. Anleger sollten eine Kombination aus Festgeldanlagen, Anleihenleitern und strukturierten Lösungen nutzen, um erwartete Portfolioentnahmen in den nächsten fünf Jahren abzusichern.

► Festgeldanlagen

In 2024 dürften unseres Erachtens die Geldmarktzinsen fallen, da das Wachstum der Weltwirtschaft und die Inflation nachlassen. Daher sollten die Anleger unserer Meinung nach Festgeldanlagen nutzen, um sich die derzeit hohen Zinsen auf Cash zu sichern und potenzielle Ausgaben sowie Verpflichtungen auf Sicht von bis zu zwölf Monaten abzudecken. Anleger, die sich Sorgen über Emittenten- und Gegenparteirisiken machen, können ihre Einlagen diversifizieren. Ausserdem können sie in Festgeldanlagen mit unterschiedlichen Laufzeiten investieren, um die Anlagen auf die Verpflichtungen abzustimmen sowie Zins- und Wiederanlage Risiken zu reduzieren.

► Anleihenleitern

Anleihenleitern können Anlegern eine grössere Sicherheit in Bezug auf zukünftige Renditen bieten. Eine Anleihenleiter besteht aus dem Kauf einer Reihe von Anleihen mit kurzer Duration und unterschiedlichen Laufzeiten, die gestaffelt werden, um einen beständigen, auf den Umfang und die Zeitpunkte der in den nächsten zwölf bis 36 Monaten erwarteten Portfolioentnahmen abgestimmten Ertragsstrom zu generieren. Wir sehen die aktuellen Renditen von Anleihen mit kurzer Duration als attraktiv an und erwarten, dass sie nicht so hoch bleiben, wenn die Zentralbanken die Zinsen senken. Positionen in Qualitätsanleihen bieten auch Potenzial für Kapitalzuwächse, wenn sich das Wirtschaftswachstum stark abschwächt.

► Strukturierte Lösungen mit Kapitalschutzmerkmalen

Für Barmittel, die erst in drei bis fünf Jahren benötigt werden, müssen Liquiditäts- und Sicherheitsaspekte gegenüber den Opportunitätskosten potenzieller Aktienmarkttralls abgewogen werden. Anleger, die sich Sorgen über die Begrenzung von Verlusten machen, aber auch an Aktienkursgewinnen partizipieren möchten, können strukturierte Lösungen mit Kapitalschutzmerkmalen in Betracht ziehen. Durch den Rückgang der Anleihenurse und die geringere Volatilität an den Aktienmärkten im Jahr 2023 sind solche Strategien günstiger geworden. Sie sollten allerdings hauptsächlich zur Deckung längerfristiger Verpflichtungen genutzt werden, da bei einem Verkauf vor der Fälligkeit Kosten anfallen können.

Strukturierung Ihrer Liquidität



Quelle: UBS, per November 2023

Veränderungen der Zinssätze, der impliziten Volatilität und der Dividendenhöhe können sich ebenfalls auf die Bewertungen solcher strukturierter Lösungen auswirken. Anleger sollten sich der zusätzlichen Risiken strukturierter Lösungen oder anderer optionsbasierter Strategien bewusst sein. Dazu zählt unter anderem das Risiko, dass der Emittent seinen Verpflichtungen nicht nachkommt oder den Anlagebetrag bei Fälligkeit nicht zurückzahlt.

Qualität kaufen



Wir rechnen mit positiven Gesamtrenditen bei Aktien und Anleihen im kommenden Jahr. Doch in beiden Anlageklassen sollten die Anleger auf Qualität setzen. Im Fixed-Income-Bereich bieten Qualitätsanleihen attraktive Renditen und potenzielle Kapitalzuwächse, wenn die Zinserwartungen entsprechend unseren Prognosen sinken. Bei Aktien dürften Qualitätsunternehmen mit guten Bilanzen und einer hohen Rentabilität, darunter auch viele im Technologiesektor, am besten aufgestellt sein, um in einem Umfeld mit schwächerem Wachstum Gewinne zu erwirtschaften.

► Die Aussichten für Anleihen

Wir rechnen mit einem Rückgang der Renditen von Staatsanleihen in 2024. Dies unterstützt positive Erträge der Anlageklasse.

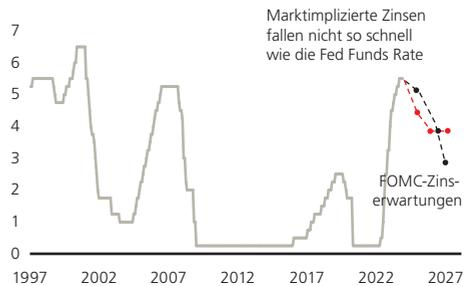
Ein schwächeres Wachstum dürfte zu niedrigeren Zinserwartungen beitragen. Markterwartungen, dass die US-Notenbank Fed den Leitzins in den nächsten fünf Jahren nicht unter 4% senken wird, unterschätzen unseres Erachtens das Potenzial für Zinssenkungen. Zudem gehen wir davon aus, dass Staatsanleihen in einer unsicheren Welt periodisch Zufluchtskäufe anziehen.

Qualitätsanleihen. Jetzt ist unseres Erachtens ein günstiger Zeitpunkt, um hochwertige Anleihen zu kaufen – insbesondere erstklassige (Staats-) und Investment-Grade-Anleihen. Das aktuelle Renditeniveau dürfte

Abbildung 4

Die Markterwartungen antizipieren eine allzu restriktive Geldpolitik

Federal Funds Rate, Marktbewertung auf Basis von Terminkursen, in Prozent



Quelle: Bloomberg, UBS, per November 2023

attraktive Erträge bieten. In einer ganzen Reihe von Szenarien sind positive Erträge möglich (siehe [Seite 22](#)), vor allem in Szenarien mit einer Konjunkturabschwächung.

Wir sehen Potenzial im Durationssegment von einem bis zehn Jahren, insbesondere um den Punkt von fünf Jahren. Dieser mittlere Bereich der Renditekurve bietet in unseren Augen eine ansprechende Kombination aus höheren Renditen und grösserer Stabilität als das längere Ende. Ausserdem dürfte er eine gewisse Sensitivität gegenüber sinkenden Zinserwartungen aufweisen. Bei längerfristigen Anleihen sind wir etwas vorsichtiger, da sie empfindlicher auf technische Faktoren reagieren. Unter anderem könnten sie durch das gegenwärtige hohe Angebot von Anleihen durch das Treasury belastet werden.

In risikoreicheren Segmenten, zum Beispiel bei Hochzins- und Schwellenländeranleihen, erkennen wir dagegen selektive Chancen. Die restriktiveren Kreditvergabestandards, die höheren Refinanzierungskosten und das schwächere Wirtschaftswachstum deuten jedoch auf höhere Ausfallrisiken hin. Zudem könnten die Liquiditätsrisikoprämien steigen, da die globale Geldmenge schrumpft. Daher besteht die Gefahr, dass sich die Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen gegenüber Investment-Grade- und erstklassigen Anleihen ausweiten.

► Die Aussichten für Aktien

Wir rechnen mit einem moderaten Anstieg der globalen Aktienindizes in 2024, da die Gewinne wachsen, während die Zinssätze und Anleihenrenditen sinken. In unserem Basisszenario steigt der S&P 500 bis Dezember 2024 auf 4700 Punkte.

Ebenso gehen wir davon aus, dass die Gewinne je Aktie der Unternehmen im S&P 500 im nächsten Jahr um 9% steigen, nachdem sie 2023 auf der Stelle getreten sind. Niedrigere Lagerbestände, einmalige Basiseffekte im Gesundheitswesen und Gewinnbeiträge des Technologiesektors sowie anderer Qualitätsunternehmen dürften unseres Erachtens die zyklischen Belastun-

Abbildung 5

Im aktuellen Umfeld auf qualitativ hochwertige Aktien fokussieren

Entwicklung von Firmen mit hoher ROIC (oberstes Drittel des Russell 1000) gegenüber niedriger ROIC (unterstes Drittel), sektorneutral, indexiert auf 100



ROIC = Rendite auf das investierte Kapital

Hinweis: Schattierte Bereiche kennzeichnen Zeiträume, in denen die Rendite 10-jähriger US-Treasuries abzüglich der Rendite 2-jähriger US-Treasuries weniger als 0,75% beträgt oder sich die Wirtschaft in einer Rezession befindet.

Quelle: Bloomberg, UBS, per November 2023

gen durch das schwächere Wirtschaftswachstum in den USA ausgleichen. Bei europäischen Unternehmen rechnen wir mit einem Wachstum von 3% und in den Schwellenländern mit 16%.

Niedrigere Zinssätze und Anleihenrenditen sollten Aktien unseres Erachtens ebenfalls zugutekommen, sofern ein bedeutender Rückgang des Wirtschaftswachstums vermieden werden kann. In 2023 verschlechterten sich die Aktienrisikoprämien, da die Anleihenrenditen stiegen, wodurch Aktien im Vergleich zu Anleihen zunehmend weniger attraktiv wurden. In 2024 dürfte sich dieser Trend umkehren.

Die Unsicherheit über die allgemeinen gesamtwirtschaftlichen und geopolitischen Aussichten führt natürlich auch zu einer höheren Unsicherheit in Bezug auf unsere Gewinnsschätzungen. Zudem notiert der MSCI All Country World Index (ACWI) derzeit mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 15,9x auf Basis der erwarteten Gewinne der nächsten zwölf Monate. Damit liegt die Bewertung um rund 10% über dem 15-Jahres-Durchschnitt. Aus diesen Gründen stufen wir Aktien insgesamt nach wie vor neutral ein, während wir auf Chancen zur Veränderung unserer Allokation in Aktien warten.

Aus regionaler Sicht sehen wir Schwellenländeraktien als attraktiv an und stufen britische Aktien mit «Least Preferred» ein.

Qualitätsaktien. Diese zählen zu den Positionen am Aktienmarkt, von denen wir am stärksten überzeugt sind. Unternehmen mit starken Renditen auf das investierte Kapital, robusten operativen Margen und einer relativ niedrigen Verschuldung in ihren Bilanzen sind unseres Erachtens am besten aufgestellt, um in einem Umfeld mit schwächerem Wachstum fortgesetzt Gewinne zu erwirtschaften.

Ein Massstab für diese Aktien, der MSCI ACWI Quality Index, übertraf in der Vergangenheit in Sechs-Monats-Zeiträumen, in denen sich das Wachstum verlangsamte, aber positiv blieb (gemessen an der GDP-Now-Umfrage der Atlanta Fed) den MSCI ACWI um 1 Prozentpunkt. Ein solches Umfeld erwarten wir im Jahr 2024.

Ausserdem schnitten Qualitätsaktien in der Vergangenheit in den späten Phasen des Konjunkturzyklus überdurchschnittlich ab. Dies umfasste auch Phasen mit einem Konjunkturabschwung. Damit sollten sie eine Absicherung für das Portfolio bieten, falls sich die Wirtschaft stärker verlangsamt, als wir erwarten. Die Ausrichtung auf Qualität passt auch zu unserer Präferenz für US-Technologieunternehmen, die zu den grössten Nutznießern der Nachfrage nach Hard- und Software im Zusammenhang mit der künstlichen Intelligenz (KI) zählen dürften.

In der Regel weisen Qualitätsaktien höhere Bewertungen auf als der Gesamtindex. Doch unserer Meinung nach lohnt es sich in 2024, für Qualität zu zahlen. Anleger können Qualitätsaktien im US-Technologie-

sektor finden, aber auch unter Renditeaktien mit stabilen Ausschüttungen und zyklischen Qualitätsaktien in Europa sowie in ausgewählten Titeln in Asien.

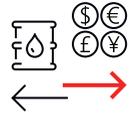
Fokus auf Nachhaltigkeit bei Anleihen und Aktien

Anleger können in Fixed Income und Aktien investieren und ihr Portfolio zugleich auf nachhaltige Ziele ausrichten.

Anleihen multilateraler Entwicklungsbanken, die Kapital in Entwicklungsprojekte mit ökologischen und sozialen Zielen leiten, weisen Ratings von «AAA» auf und bieten etwas höhere Renditen als vergleichbare Staatsanleihen.

Nachhaltige Anleihen – die grüne, soziale, nachhaltige und nachhaltigkeitsgebundene Anleihen umfassen – bieten Renditen, die mit ansonsten identischen traditionellen Anleihen vergleichbar sind, sowie Transparenz über die Projekte, die mit ihren Erlösen finanziert werden.

«ESG-Leader»-Strategien für Aktien und Anleihen konzentrieren sich auf Unternehmen mit Spitzenwertungen bei ökologischen, sozialen und Unternehmensführungskriterien. Einigen empirischen Studien zufolge besteht eine Beziehung zwischen einem besseren Nachhaltigkeitsmanagement von Unternehmen und ihren finanziellen Ergebnissen. Auf ESG-Leader ausgerichtete Portfolios korrelieren auch stark mit «Qualitätsfaktoren» und weisen in der Regel Bewertungsaufschläge gegenüber dem restlichen Aktien- und Anleihenmarkt auf.



Den Seitwärtstrend von Währungen und Rohstoffen nutzen

Zu Beginn des Jahres 2024 dürfte der US-Dollar um die aktuellen Niveaus herum stabil bleiben. Im Jahresverlauf könnte sich jedoch eine USD-Schwäche herausbilden. Damit wäre es attraktiv, das Aufwärtspotenzial des USD zu verkaufen, um die Rendite zu verbessern. An den Rohstoffmärkten können sich Anleger für potenzielle Carry-Renditen positionieren und zugleich gegen geopolitische oder Wetterrisiken absichern. Wir sehen Strategien zur Generierung von Renditen als attraktiv an, ebenso wie Strategien für den systematischen Kauf von Währungen auf günstigeren Niveaus.

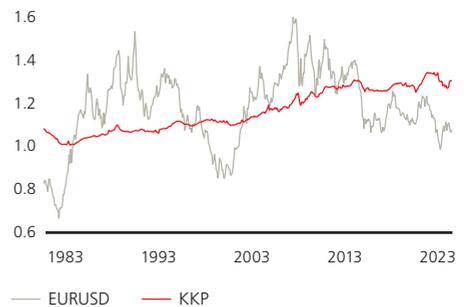
► Die Aussichten für Währungen

Wir erwarten, dass der US-Dollar in den ersten Monaten des Jahres stabil bleibt, da er durch das robuste Wachstum der US-Wirtschaft und die hohen US-Zinsen im Vergleich zum Rest der Welt unterstützt wird. Die gegenwärtigen Bewertungen nehmen jedoch bereits eine gute Entwicklung der US-Wirtschaft und hohe relative Zinssätze vorweg. Gleichzeitig dürften die Gewinne des Euro, des britischen Pfunds und des Schweizer Frankens durch das schleppende Wachstum und die datenabhängigen Zentralbanken begrenzt werden. Daher bevorzugen wir Strategien zur Renditeverbesserung mit diesen Währungen.

Abbildung 6

USD bleibt überbewertet

Wert von EURUSD auf Basis der Kaufkraftparität (KKP) versus EURUSD



Quelle: Bloomberg, UBS, per November 2023

Der australische Dollar ist unsere bevorzugte Währung, da die Reserve Bank of Australia als eine der letzten grossen Zentralbanken auf Zinssenkungen umschwanken dürfte. Durch die vorteilhafte Haushalts- und Zahlungsbilanz wird die Währung noch attraktiver.

Den japanischen Yen beurteilen wir ebenfalls positiv, da die Bank of Japan ihre Geldpolitik strafft und die Behörden eingreifen könnten, um eine weitere Abschwächung des Yen zu begrenzen. Das Aufwärtspotenzial des Yen wird jedoch durch den negativen Carry der Währung beeinträchtigt. Daher müssen sich die Anleger auf das Wechselkursmomentum konzentrieren.

Wir erwarten, dass der chinesische Yuan im ersten Teil des Jahres 2024 die Talsohle gegenüber dem US-Dollar erreicht. Die Erholung des CNY wird jedoch durch die strukturellen Probleme Chinas und die anhaltenden geopolitischen Risiken begrenzt. Diese Faktoren erschweren eine Aufwertung wachstumsorientierter asiatischer Währungen, sofern das Wachstum ausserhalb der Region nicht sehr positiv überrascht.

Zu den Risiken für unsere Einschätzung zählt eine US-Wirtschaft, die fortgesetzt über Erwarten robust wächst. Andererseits könnte die Wirtschaftstätigkeit in der Eurozone oder in China weiter unter Druck geraten, sodass diese Währungen nicht von einer Abschwächung des US-Wachstums profitieren. Hinzu kommen bedeutende geopolitische Risiken. Deren Eskalation könnte dazu führen, dass der US-Dollar erneut als Zufluchtswahrung gefragt ist und wahrscheinlich nur durch den Schweizer Franken übertroffen wird.

Wahrungsstrategien für 2024. Für Anleger mit dem US-Dollar als Basiswährung ist ein Verkauf des USD-Aufwartspotenzials zur Renditeverbesserung oder ein Verkauf des US-Dollar bei Kursanstiegen unseres Erachtens eine attraktive Strategie. Nach unserer Einschätzung ist das Aufwartsrisiko des USD kurzfristig begrenzt und die gegenwärtigen Bewertungen nehmen bereits ein kräftiges Wachstum der US-Wirtschaft vorweg.

Anlegern mit Heimwahrung Euro, britisches Pfund, Schweizer Franken oder bestimmten anderen Währungen raten wir, nach Range-

Währungspaare	Am unteren Ende der Bandbreite kaufen	Am oberen Ende der Bandbreite verkaufen
EURUSD	1.0 – 1.05	1.10 – 1.12
USDCHF	0.85 – 0.87	0.92 – 0.94
EURCHF	0.94	1.0
GBPUSD	1.19 – 1.21	1.26 – 1.30
USDJPY	137 – 140	152 – 155
AUDUSD	0.63 – 0.64	0.70 – 0.72

Trading-Chancen bei den Crosses, das heisst den Wechselkursen ausserhalb des US-Dollar, Ausschau zu halten (siehe Tabelle).

Unterdessen beurteilen wir den AUD aus Sicht des Renditevorteils als attraktiv und sehen den Verkauf der Abwärtsrisiken des JPY, der NOK und des AUD als ansprechende Strategien im Hinblick auf das Spotmarktrisiko und die Volatilität an.

► Die Aussichten für Rohstoffe

Da das BIP-Wachstum in China wahrscheinlich verhalten bleibt, in Europa auf der Stelle tritt und sich in den USA abschwächt, ist das Potenzial für einen Anstieg der Rohstoffpreise relativ begrenzt.

Die Gesamtrenditen dürften jedoch durch die Renditen von über 5% auf die Barhinterlagen sowie durch Rollgewinne aufgrund der abwärts gerichteten Futures-Kurven bei Energierohstoffen und in Teilen des Agrarsegments unterstützt werden. Diese dürften die Renditen breiter Indizes um 1 bis 2 Prozentpunkte jährlich verbessern (auf Basis des UBS CMCI Index).

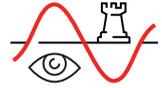
Insgesamt erwarten wir, dass breite Rohstoffindizes in den nächsten zwölf Monaten Renditen von etwas über 10% abwerfen werden. Diese Strategie schafft unseres Erachtens ein attraktives Risiko-Rendite-Verhältnis für Anleger, die an ihren Positionen festhalten. Ausserdem bieten Rohstoffe dadurch einen gewissen Schutz gegen geopolitische und Wetterrisiken, die das Angebot gefährden.

Den Seitwärtstrend durch Range-Trading nutzen. Wir setzen auf Strategien, die die Bewegungen der Rohstoffpreise in ihren Handelsspannen ausnutzen – mit Verkäufen des Aufwärtspotenzials einiger Rohstoffe und des Abwärtspotenzials anderer.

Im Energiesektor hat die Opec+ durch die Beschränkung der Produktion ein künstliches Marktdefizit geschaffen. Wesentlich höhere Preise würden allerdings sowohl zu einer Angebotsreaktion als auch zu einem Nachfrageeinbruch führen. Nach unserer Einschätzung wird sich der Preis für Brent-Rohöl in einer Bandbreite von USD 90 bis USD 100 je Barrel bewegen, allerdings mit einem Aufwärtsrisiko aufgrund der Möglichkeit von Angebotsstörungen.

Der Goldpreis dürfte unseres Erachtens weiter steigen und bis Ende 2024 ein Rekordhoch von USD 2150 je Feinunze erreichen, falls die potenziellen Zinssenkungen in den USA Realität werden. Kurzfristig sind die Opportunitätskosten von Goldpositionen jedoch nach wie vor erhöht. Daher ziehen wir es vor, bei Preisrückgängen zu kaufen.

Marktrisiken absichern



Das Investieren vor dem Hintergrund von Krieg und geopolitischer Unsicherheit kann eine Herausforderung darstellen. Anleger müssen sich auf weitere Volatilität einstellen. Die erste Absicherung gegen potenzielle Marktturbulenzen sollte für die meisten Anleger unseres Erachtens darin bestehen, über verschiedene Anlageklassen und Regionen hinweg zu investieren. Anleger haben jedoch auch die Möglichkeit, ihre Portfolios durch defensive strukturierte Investments, alternative Anlagen oder mit Positionen in Öl und Gold zusätzlich gegen bestimmte Risiken abzusichern.

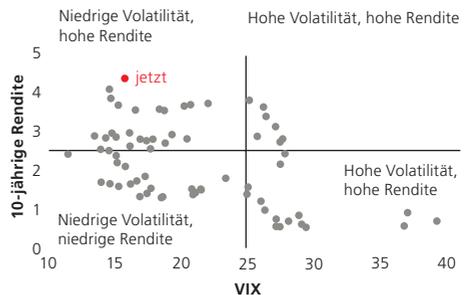
► Defensive strukturierte Investments

Wir rechnen mit positiven Aktienrenditen im Jahr 2024. Da die geopolitischen und wirtschaftlichen Risiken jedoch deutlich zutage treten dürften, können Anleger, die sich gegen das Risiko von Verlusten absichern möchten, strukturierte Anlagen mit Kapitalschutzmerkmalen nutzen. Solche Strategien sind in Zeiten mit höheren Anleihenrenditen und einer durchschnittlichen oder unterdurchschnittlichen impliziten Volatilität an den Aktienmärkten besonders attraktiv. Eine weitere Möglichkeit zur Reduzierung des direkten Engagements bieten Renditestrategien. Diese sind attraktiv, wenn die Volatilität hoch ist – wie derzeit an den Fixed-Income-Märkten.

Abbildung 7

Höhere Renditen und niedrige Volatilität verbessern den Kapitalschutz

Über 12 Monate nachlaufender VIX-Durchschnitt der letzten 5 Jahre gegenüber 10-jähriger US-Anleihenrendite, auf Basis von Quartalsdaten, und aktuelles Niveau



Quelle: Bloomberg, UBS, per November 2023

► Öl- und Energieaktien

Anleger, die sich Sorgen über die potenziellen Auswirkungen einer weiteren Eskalation der Kriege zwischen Israel und Hamas oder zwischen Russland und der Ukraine machen, könnten eine Absicherung ihres Portfolios über Anlagen am Ölmarkt oder in Energieaktien erwägen. Anleger mit hoher Risikotoleranz könnten ihr Engagement über längerfristige Brent-Kontrakte anheben, die derzeit mit einem Abschlag zum Spotmarktpreis gehandelt werden. Sie könnten alternativ das Risiko eines Rückgangs des Brent-Preises verkaufen.

► Gold

Unserer Ansicht nach kann Gold eine wenn notwendig wirksame Portfolioabsicherung gegen steigende geopolitische Spannungen bieten. Die aktuelle Unsicherheit über die Zinssätze und die geopolitische Lage könnte auf kurze Sicht zu deutlichen Schwankungen des Goldpreises führen. Anleger, die ihr Engagement in Gold anheben möchten, können jedoch erwägen, das Metall über Optionen zu kaufen (Kauf unter USD 1900 je Feinunze). Anleger mit bestehenden Long-Positionen in Gold sollten diese unseres Erachtens weiter halten, da in den nächsten sechs bis zwölf Monaten mit einer Erholung zu rechnen ist.

► Absicherung durch Positionierung für eine steilere US-Renditekurve

Anleger, die sich Sorgen über eine Ausweitung des US-Haushaltsdefizits machen, könnten eine Steepener-Position auf die Renditekurve für US-Treasuries erwägen.

Diese Position bestünde aus dem Kauf von fünfjährigen und dem Verkauf von zehnjährigen US-Treasuries (auf durationsbereinigter Basis). Dadurch wird die relativ flache Renditekurve als «kostengünstige Absicherung» gegen höhere langfristige Anleihenrenditen genutzt. Unseres Erachtens sollte sich diese Position gut entwickeln, wenn die Anleger eine höhere Vergütung für das Halten langfristiger Treasury-Anleihen verlangen oder wenn Rezessionsängste zur Erwartung niedriger kurzfristiger Zinssätze führen.

► Macro- und Multi-Strategy-Hedge-Funds

Macro-Fonds könnten sich 2024 ebenfalls zur wirksamen Absicherung und Diversifikation eignen. Dank ihres Top-down-Ansatzes können sie die gesamtwirtschaftliche Volatilität ausnutzen, indem sie sich an Veränderungen des Wirtschaftsumfelds, der Geldpolitik der Zentralbanken und der Marktlage anpassen.

Multi-Strategy-Funds, die verschiedene Hedge-Fund-Ansätze kombinieren, sind ebenfalls eine potenziell attraktive Möglichkeit zur Diversifikation von Portfolios. Diese Fonds sind in der Regel breit diversifiziert, schichten ihre Allokationen dynamisch um und setzen moderne Risikomanagementstrategien ein. Anleger sollten sich der Risiken bewusst sein, die mit alternativen Anlagen verbunden sind. Hierzu zählen unter anderem das Liquiditätsrisiko, der Einsatz von Fremdkapital zur Hebelung und beschränkte Offenlegungsanforderungen.

Mit Alternative Credit diversifizieren



Wir gehen davon aus, dass die weltweit hohe Verschuldung zu einer erhöhten Volatilität der (Anleihen-)Kurse und Risikoprämien beiträgt. Anleger dürften daher nach Möglichkeiten suchen, um von einer Streuung zu profitieren. Dies ist ein vorteilhaftes Umfeld für verschiedene Alternative-Credit-Strategien, wie Credit Arbitrage und Distressed Debt.

► Credit Arbitrage

Die US-Kreditmärkte erholen sich seit dem 4. Quartal 2022. Kreditsegmente mit niedrigeren Ratings haben sich jedoch schwächer entwickelt, hauptsächlich aufgrund der Besorgnis über die Refinanzierung. Eine stärkere Streuung zwischen verschiedenen Kreditnehmern machen Credit-Arbitrage-Strategien zu einer attraktiven Ergänzung für Portfolios.

Derzeit notiert etwa ein Drittel des ICE BofA US High Yield Index mit Risikoprämien von weniger als 300 Basispunkten (Bp.) gegenüber dem Benchmark. 15% weisen Spreads zwischen 501 Bp. und 800 Bp. auf und 9% über 800 Bp. auf. Für Manager mit einem

guten Einblick in den Markt schafft dies Chancen für Engagements in Einzeltiteln auf der Basis von Fundamentalanalysen.

Bei Anlagen in dieser Strategie sind Risiken zu beachten. Abgesehen von der Illiquidität und der geringeren Transparenz im Vergleich zu den öffentlichen Märkten können Credit-Arbitrage-Portfolios in der kurzen Frist Verluste verzeichnen, wenn Unternehmen unter Druck geraten, selbst wenn die Probleme der Firma letztlich langfristige Chancen schaffen könnten. Dies unterstreicht die Bedeutung des Risikomanagements bei Anlagen in einzelnen Kredititeln und spricht für Portfolioabsicherungen über Indizes.

► Distressed Debt

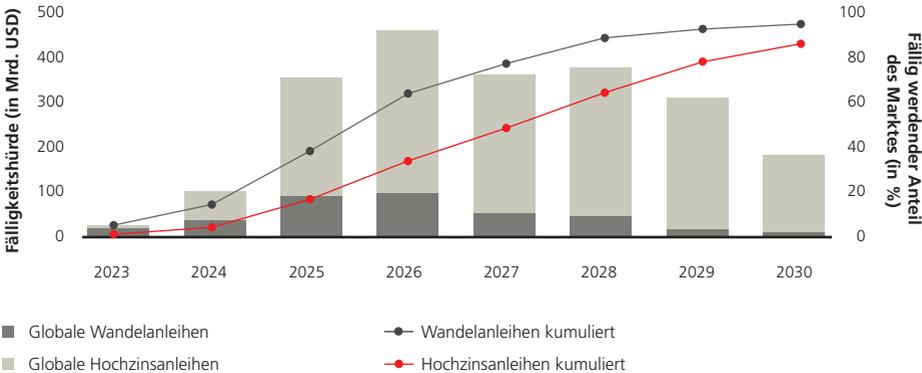
Wir erkennen auch gute strategische Chancen für Distressed- und Special-Situation-Fonds. Höhere Zinssätze könnten die Fähigkeit von Unternehmen zur Refinanzierung beeinträchtigen. Dies könnte eine stetige Quelle von Transaktionsflüssen für Distressed- und Special-Situation-Fonds schaffen. Die Chancen für Distressed-Fonds dürften sich auf Marktbereiche konzentrieren, in denen bereits eine gewisse Verzer-

rung eingetreten ist, zum Beispiel von Konkursen betroffene Immobilien und zahlungsunfähige Mieter. In anderen Sektoren könnten Distressed-Fonds Chancen bei überschuldeten Unternehmen finden, die Mühe haben, die Zinskosten zu decken.

Abbildung 8

Höhere Zinsen und bevorstehende Fälligkeiten setzen Unternehmen unter Druck, ihre Kredite zurückzuzahlen. Dies schafft Chancen für Distressed Debt.

Fälligkeiten von Wandelanleihen und Hochzinspapieren, in Mrd. USD, gegenüber fällig werdendem Anteil des entsprechenden Marktes



Quelle: BofA Securities, Bloomberg, per November 2023



Das nächste Jahrzehnt

Die Pandemie hatte weitreichende und vielfach unerwartete wirtschaftliche Folgen. So schoss die Inflation in die Höhe und blieb hoch. Die Zinssätze stiegen sprunghaft auf Niveaus, die seit über 15 Jahren nicht mehr beobachtet wurden. Doch trotz der steigenden Zinssätze blieben die Arbeitslosigkeit niedrig und das Wachstum robust.

Nach dem ungewöhnlichen Mix wirtschaftlicher Entwicklungen in den letzten Jahren stellt sich die Frage, ob die «neue Welt» nach der Pandemie auch ein neues gesamtwirtschaftliches Umfeld mit sich bringt, in dem die Weltwirtschaft nicht mehr wie früher von einer verhaltenen Nachfrage und einem Überangebot gekennzeichnet sein wird, sondern von einem beschränkten Angebot und einer robusten Nachfrage.

Die Antwort auf die Frage wird von der Entwicklung von Faktoren bestimmt, die wir als «Five Ds» bezeichnen: Deglobalisierung, Demografie, Digitalisierung, Dekarbonisierung und Schulden (Debt).

Deglobalisierung

In einer neuen Welt werden die Volkswirtschaften wahrscheinlich weniger verflochten sein. Der Anteil des Handels am globalen BIP hat seinen Höhepunkt vermutlich bereits überschritten – wobei der Rückgang des Handels dadurch beschleunigt wird, dass sich die USA, Europa und China allmählich an gegenseitige Sanktionen, Zölle und Ex-

portkontrollen gewöhnen. Die Spannungen zwischen den USA und China drohen auch, die Welt in inkompatible Finanz-, Handels- und Technologieblöcke zu spalten. Doch wie genau die Deglobalisierung die Weltwirtschaft im kommenden Jahrzehnt prägen wird, hängt weniger davon ab, ob es dazu kommt, sondern eher, was die Ursachen sind.

Sollte es hauptsächlich aus politischen Gründen zur Deglobalisierung kommen – zum Beispiel aufgrund von verstärkten Handelsbeschränkungen oder Subventionen –, würde dies wahrscheinlich das allgemeine Angebot an Gütern beschränken, das potenzielle Wachstum dämpfen oder die Inflation periodisch anheizen.

Wenn die Deglobalisierung jedoch hauptsächlich aus wirtschaftlichen Gründen eintritt – weil Unternehmen stärker auf die Automatisierung setzen, sich auf die integrierte Fertigung konzentrieren, angesichts der steigenden Löhne in den Schwellenländern die Kosten neu beurteilen oder widerstandsfähigere Lieferketten aufbauen –, dürften die

Folgen unterschiedlich aussehen. In diesem Szenario würde das Ergebnis unter dem Strich vermutlich in einem höheren Angebot, geringeren Inflationsrisiken und einem höheren potenziellen Wachstum bestehen.

Demografie

Die demografische Entwicklung stellt in unserer neuen Welt eine zunehmende potenzielle Belastung dar. In der Hälfte der Weltwirtschaft, gemessen am offiziellen BIP, ist die Bevölkerung mittlerweile rückläufig. In Japan, China und mehreren europäischen Ländern schrumpft die Bevölkerung. Das Verhältnis der Rentner zur Bevölkerung im Erwerbsalter ist allein im letzten Jahrzehnt weltweit von 11,8% auf 14,8% gestiegen. Die einkommensstarken Länder verzeichneten in dieser Zeit einen noch drastischeren Anstieg von 23,2% auf 29,1%.

Diese Trends hemmen das Angebot. Wirtschaftswachstum ist eine Funktion aus der Zunahme der Erwerbstätigen, Investitionsausgaben und Produktivität. Wenn also alle anderen Voraussetzungen gleich sind, führt ein geringeres Wachstum der Erwerbsbevölkerung zu einem niedrigeren potenziellen Wirtschaftswachstum. Ein höherer Anteil der Rentner im Vergleich zu den Erwerbstätigen führt wahrscheinlich zu höheren Schulden. In dienstleistungslastigen Volkswirtschaften, in denen das Potenzial für Produktivitätswachstum begrenzter ist, könnten höhere Altersabhängigkeitsquoten auch zu einer höheren Inflation beitragen.

Ob die Weltwirtschaft den negativen angebotsseitigen Auswirkungen einer alternden

Bevölkerung entgehen kann, könnte wesentlich von Entwicklungen bei unserem dritten D abhängen, der Digitalisierung.

Digitalisierung

Der Aufstieg der künstlichen Intelligenz (KI) könnte eine Ära der höheren Produktivität ankündigen. Wir erkennen ein Potenzial für eine jährliche Steigerung zwischen 0,3% und 2% allein in den USA.

Wenn das volle Potenzial der KI realisiert wird, könnte sie die demografischen Herausforderungen abfangen: Sie könnte das Wachstum unterstützen und trotz der rückläufigen Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter eine Disinflation bei bestimmten Gütern und Dienstleistungen vorantreiben. Unterdessen könnten Vorabinvestitionen in die KI und damit verbundene Branchen die Nachfrage auf kurze Sicht ankurbeln.

Der Effekt der KI könnte allerdings nicht so ausgeprägt sein, wenn die Technologie hauptsächlich das Angebot in Branchen stärkt, die weniger von demografischen Herausforderungen betroffen sind (zum Beispiel Chatbots, die Dienstleistungen unterstützen), aber das Angebot nicht in Bereichen ankurbelt, die einem grösseren Druck ausgesetzt sind (zum Beispiel physische Roboter zur Unterstützung der Gesundheitsversorgung).

Für die Anleger ist jedoch interessanter, dass die KI unserer Ansicht nach das allgemeine Wachstum der Unternehmensgewinne stärkt und Chancen bei Unternehmen schafft, die KI-Technologien ermöglichen, anbieten oder von ihnen profitieren.

Dekarbonisierung

Das Streben nach sauberer Energie und Netto-Null-CO₂-Emissionen wird durch die Sorge um die Energiesicherheit und extreme Wetterereignisse verstärkt. In den kommenden Jahren wird die Energiewende unseres Erachtens weiter durch öffentliches und privates Kapital angetrieben.

Kurz- bis mittelfristig könnte die Energiewende zu Angebotsstörungen führen, da die Zuverlässigkeit von erneuerbarer Energie durch Hindernisse bei der Energiespeicherung und Netzanbindung beeinträchtigt wird, während andererseits die Kosten und die operationellen Risiken bei fossilen Brennstoffen steigen. Zugleich könnten Investitionen in den Sektor dazu beitragen, dass die globale Nachfrage robust bleibt.

Auf längere Sicht sehen wir die Bestrebungen zur Dekarbonisierung unter dem Strich als positiv für das globale Angebot an. Steht ein größeres Energieangebot zu günstigeren Kosten zur Verfügung, dürften ein höheres potenzielles Wachstum, eine niedrigere Inflation und robustere Lieferketten resultieren. Aus Sicht der Anleger dürften Lösungsanbieter sowie Unternehmen, die früh auf erneuerbare Energien setzen, am meisten davon profitieren.

Schulden

Die Zukunft des fünften Faktors – Schulden – könnte davon abhängen, wie die anderen vier zu unterschiedlichen Entwicklungen des Wachstums, der Inflation und der Zinssätze beitragen. Das Verhältnis der weltweiten Gesamtschulden zum BIP ist seit der

globalen Finanzkrise 2008 gestiegen, da die Welt mit der schwachen Nachfrage zu kämpfen hatte. Glücklicherweise sorgten das reichliche Angebot und die niedrigen Zinssätze dafür, dass die Zinszahlungen im Verhältnis zu den Staatseinnahmen bisher nahe an Allzeittiefs verharrten.

Aufgrund der demografischen Herausforderungen und des Investitionsbedarfs für die Dekarbonisierung, Digitalisierung und Deglobalisierung dürften die Staatsschulden im Verhältnis zum BIP künftig steigen. Wenn die Zinssätze und Renditen in den kommenden Jahren nicht in dem von uns erwarteten Masse sinken, könnten die höheren Zinszahlungen in der zweiten Hälfte dieses Jahrzehnts für die Regierungen problematisch werden.

Schulden müssen bezahlbar bleiben – nicht zuletzt, weil viele Wähler niedrige Kreditkosten vorziehen. Der bevorzugte Weg, dies zu verwirklichen, ist ein robustes Wirtschaftswachstum, das durch einen allgemeinen Einsatz der KI, reichlich grüner Energie und lokalisierter Lieferketten erreicht werden könnte. Sofern dies nicht gelingt, könnte eine Kombination aus finanzieller Repression, Steuern, überraschender Inflation oder Zahlungsausfällen erforderlich werden. In dieser Hinsicht kommt die Antwort möglicherweise weniger von den Märkten und der Wirtschaft, sondern von der Politik, wobei verschiedene Länder unterschiedliche Wege einschlagen dürften.

Szenarien

Mit Blick auf das vor uns liegende Jahrzehnt erkennen wir vier potenzielle Szenarien für die neue gesamtwirtschaftliche Normalität in unserer neuen Welt.

Goldene Zwanziger

Moderate Inflation und hohes Wachstum

Die Treiber könnten in hohen Investitionen in die Digitalisierung (KI), Dekarbonisierung und Verteidigung bestehen. In diesem Szenario würden wir mit einem starken Gewinnwachstum und einer guten Entwicklung von Aktien rechnen. Anleihen dürften sich zunächst schwächer entwickeln, da die Anleger eine längere Zeit mit höheren Zinssätzen eskomptieren.

Schöne neue Welt

Niedrige Inflation und hohes Wachstum

Mögliche Treiber für dieses Szenario könnten in einer bedeutenden Rolle der KI oder einer Rückkehr zur Globalisierung bestehen. Dieses Szenario wäre unseres Erachtens für Aktien und Anleihen vorteilhaft. Wir würden mit einem guten Gewinnwachstum rechnen, das Aktien unterstützt, sowie mit niedrigeren Zinserwartungen, die Anleihen zugutekommen.

Neuaufgabe langfristiger Stagnation

Niedrige Inflation und schwaches Wachstum

Zu den potenziellen Treibern zählen die Alterung der Bevölkerung oder die Möglichkeit, dass die Erwartungen an die KI und die erneuerbaren Energien nicht erfüllt werden. Dieses Szenario wäre vermutlich für Anleihen zunächst positiv, da die steigende Schuldenlast durch finanzielle Repression bewältigt wird. Die Aktienbewertungen könnten durch Impulse der Zentralbanken unterstützt werden. Doch die Unternehmen könnten auch Probleme haben, ein Gewinnwachstum zu erzielen.

Stagflation

Hohe Inflation und schwaches Wachstum

Zu den Treibern dieses Trends könnten die Deglobalisierung, geopolitische Spannungen und der Klimawandel zählen. In diesem Szenario würden wir mit einer schlechten Entwicklung von Anleihen und Aktien rechnen (zumindest in realer Hinsicht), da höhere Zinserwartungen und Belastungen für das reale Gewinnwachstum die Performance untergraben. Die nominalen Aktienrenditen könnten immer noch positiv sein.

Erwartungen für die Anlageklassen

Im kommenden Jahrzehnt wird Cash unserer Ansicht nach schwächer abschneiden als andere massgebliche Anlageklassen, insbesondere in Szenarien, in denen die Zentralbanken zur finanziellen Repression zurückkehren. Die höchsten Renditen erwarten wir von Aktien. Die voraussichtlichen Gesamterträge von festverzinslichen Anlagen dürften sich weiter verbessern. Gute Gesamterträge an den zugrunde liegenden Aktien- und Anleihenmärkten dürften den Renditen alternativer Anlagen zugutekommen.

Barmittel

Die Zinsen für Barmittel sind derzeit attraktiv, doch unseres Erachtens dürften die Zinssätze im kommenden Jahr fallen. Ausserdem erwarten wir, dass Cash auf lange Sicht hinter anderen massgeblichen Anlageklassen wie Aktien und Anleihen zurückbleiben wird, vor allem in Szenarien, in denen die Zentralbanken zur Bewältigung der wachsenden Schuldenlast zu finanzieller Repression greifen. Daher empfehlen wir Anlegern, nicht mehr als den Wert der erwarteten Netto-Portfolioentnahmen für die nächsten zwei bis fünf Jahre im Rahmen einer Liquiditätsstrategie zu halten.

Staatsanleihen

Hohe Zinsen versprechen langfristig gute Gesamterträge von Staatsanleihen. Wir rechnen aber auch kurzfristig mit guten Erträgen, da die Inflation und das Wachstum von den aktuellen Niveaus aus sinken. Doch obwohl wir von einem Rückgang der Renditen ausgehen, erwarten wir, dass sie höher

bleiben als in der Zeit vor der Pandemie, da der erhöhte Investitionsbedarf im Zusammenhang mit der Deglobalisierung, Digitalisierung und Dekarbonisierung zu einem höheren Anleihenangebot und gestiegenen Schätzungen für den realen neutralen Zinssatz führen. Das deutet unserer Ansicht nach auf ein Umfeld durchgängig attraktiver Gesamterträge für Staatsanleihen hin.

Unternehmensanleihen

Die Kreditrisikoprämien sind derzeit im Vergleich zum historischen Standard relativ eng. Obwohl wir davon ausgehen, dass sich die Risikoprämien in der nächsten Zeit ausweiten, wenn sich das Wachstum abschwächt, sehen wir ein Engagement in Kredittiteln nach wie vor als wertvolles Element in einem langfristigen Portfolio an, das Zinsvorteile und Diversifikation bietet. Refinanzierungsrisiken, ein schwächeres Wachstum und eine geringere Sicherheit über Zentralbankinterventionen könnten zu einer höheren Volatilität festverzinslicher

Anlagen in den kommenden Jahren beitragen. Dies spricht für einen aktiven Ansatz in der Anlageklasse.

Aktien

Von Aktien erwarten wir im kommenden Jahrzehnt die höchsten Renditen unter den massgeblichen Anlageklassen. Insgesamt dürfte das Gewinnwachstum vom robusten Wachstum von Unternehmen getragen werden, die die Disruption in der Technologie, im Energiesektor und im Gesundheitswesen vorantreiben. Die bereinigten Aktienerwartungen sollten indes tiefer sein als im letzten Jahrzehnt, weil die Zinsen höher sind als vor der Pandemie. Eine globale Diversifikation wird eine wichtige Voraussetzung sein, um in einer Welt der Deglobalisierung zu bestehen. Schwellenländeraktien werden zum Beispiel mit signifikanten Abschlägen zu ihren historischen Niveaus gehandelt und wir erwarten, dass sie die höchsten Renditen des nächsten Jahrzehnts einbringen werden.

Alternative Anlagen

Nach unseren Schätzungen könnte eine Allokation von 20% in alternativen Anlagen die erwartete Rendite eines ausgewogenen Portfolios langfristig um rund 50 Basispunkte pro Jahr bei einer etwa gleich hohen Portfoliovolatilität verbessern. Ein Umfeld der höheren Zinssätze und attraktiven Renditen traditioneller Anlagen wäre auch für Hedge Funds vorteilhaft, die unserer Meinung nach in den kommenden Jahren ein wichtiges Element zur Diversifikation von Portfolios bleiben werden. Ausserdem erkennen wir derzeit attraktive Chancen für

einen Einstieg an den Privatmärkten, wo Sekundäranlagen mit einem attraktiven Abschlag von 16% zum Nettovermögenswert (NAV) gehandelt werden, während neue Privatkredite Renditen von 12,5% bieten. Anleger sollten sich bewusst sein, dass Investments in alternativen Anlagen mit zusätzlichen Risiken verbunden sind. Dazu zählen Illiquidität, Fremdfinanzierung und eine geringere Transparenz im Vergleich zu Anlagen an öffentlichen Märkten.

Währungen

Wir erwarten, dass der US-Dollar aufgrund seiner erhöhten Bewertung und der Besorgnis über die Defizitfinanzierung längerfristig abwerten wird. Diese Einschätzung wird jedoch zum grossen Teil durch die USD-Zinssätze aufgewogen. Daher gehen wir davon aus, dass die Renditen der meisten Anlageklassen mit oder ohne Währungsabsicherung ähnlich ausfallen werden. Ebenso nehmen wir an, dass der Yen aufgrund seiner signifikanten Unterbewertung in den kommenden Jahren aufholen wird.

Rohstoffe

Aufgrund der höheren Ausgaben für den Klimaschutz, die Lieferketten und Verteidigung dürften die Preise im kommenden Jahrzehnt unserer Ansicht nach hoch bleiben. Aufgrund der Zyklizität der Anlageklasse bevorzugen wir bei Rohstoffanlagen einen aktiven Ansatz oder ein Engagement über Aktiensektoren, Länder beziehungsweise Währungen mit starkem Rohstoffbezug.

Was bedeutet generative KI für Märkte und Volkswirtschaften?

Generative künstliche Intelligenz ist kein neues Konzept. Die grundsätzliche Idee kam bereits in den 1960er-Jahren auf und die Transformer-Architektur, die sie effektiver macht, wurde 2017 beschrieben. Die Lancierung von ChatGPT verdeutlichte jedoch die potenzielle Wirkung einer Kombination von KI mit einer Plattform, die von den Konsumenten gut angenommen wird. Derzeit erkennen wir in einem breiten Spektrum von Software-, Internet- und Halbleiterunternehmen Chancen im Zusammenhang mit der KI.

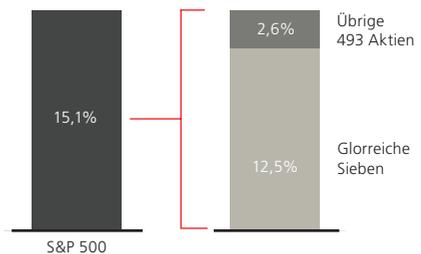
Die Vergangenheit zeigt, dass das Aufkommen neuer Technologien zu Wertzuwächsen in einer Reihe von Sektoren führen kann.

Wir verwenden einen vierteiligen Rahmen, um festzustellen, auf welche Weise technologische Entwicklungen in benachbarten Sektoren zur langfristigen Wertschöpfung führen.

Abbildung 9

Beitrag zur Performance des S&P 500

«Glorreiche Sieben» gegenüber übrigen 493 Aktien im S&P 500, seit Jahresbeginn, in Prozentpunkten



Quelle: FactSet, UBS, per 3. November 2023

Generative KI ist die jüngste Technologie, die über die Sektoren hinweg Wert schafft

Die Wertschöpfungskette von Innovationen: Technologische Durchbrüche werden von Infrastruktur und Inputs angetrieben. Die neuen Technologien führen zur Entwicklung von neuer Hardware, sie laufen auf Plattformen von Betreibern und Wegbereitern und kommen der Wirtschaft insgesamt zugute.

	Technologie	Infrastruktur/ Inputs	Hardware- hersteller	Betreiber und Wegbereiter	Nutznieser durch Anwendungen
	Dampfmaschine	Stahl, Kohle	Züge, Schiffe	Eisenbahnbetreiber und Reeder	Handel
	Telefon	Telekommunikationskabel, elektrischer Strom	Telefone	Netzwerkbetreiber	Dienstleistungen, Handel
	Verbrennungsmotor	Stahl, Öl, Autoteile	Autobauer	Dienstleister, Versicherungen, Händler	Einzelhandel, Freizeit, Pendler
	Fernsehen	Sendemasten, Satelliten	Fernsehgeräte	TV-Netze	Werbung, Abonnement-Geschäftsmodelle
	Computer	Halbleiter	Grossrechner	IBM	Professionelle Dienstleistungen, Industrie, Luftfahrt
	Internet	Router, Rechenzentren	PCs	Windows, Internet Explorer	Suche, E-Commerce, Cloud
	Mobiles Internet	Mobilfunkmasten, Halbleiter	Smartphones	iOS, Android	Soziale Medien, E-Commerce, «Gig Economy»
	Generative KI	Cloud	Grafikprozessoren	Grosse Sprachmodelle	Texterstellung, Programmierung, Bild-/Video-generierung

Was sagt uns die Vergangenheit über die Gewinner?

Infrastruktur- und Inputanbieter.

Die Nachfrage nach nötiger Infrastruktur und erforderlichen Inputs schnellst verständlicherweise direkt nach der Innovation in die Höhe – man denke nur an Stahl und Eisenbahnen, Öl und Automobile, Halbleiter und Smartphones. Die Vergangenheit zeigt aber auch, dass Anbieter wichtiger Inputs

zwar zunächst hohe Gewinne erzielen können. Doch im Laufe der Zeit können ihre Produkte zur Massenware werden. Daher müssen Anbieter von Infrastruktur und Inputs möglicherweise letztendlich lernen, in grossem Massstab und mit niedrigeren Gewinnmargen zu produzieren.

Hardwarehersteller. Innovative Technologien führen häufig zur Einführung neuer Hardware für Konsumenten (zum Beispiel Autos, Fernsehgeräte) und ein starker Anstieg der Nachfrage kann den Herstellern der Hardware zugutekommen. In den frühen Phasen eines Technologiebooms profitieren Hardwarehersteller möglicherweise von der Einzigartigkeit, Qualität und Neuartigkeit ihrer Hardware. Häufig ist es jedoch schwieriger, die Führungsposition zu halten. Hardware kann ebenfalls im Laufe der Zeit zur Massenware werden. Erfolgreiche Hardwareunternehmen müssen daher oft lernen, ihre Produkte zu differenzieren, möglicherweise durch die Integration eines führenden Betriebssystems in die Hardware.

Betreiber und Wegbereiter. Die grösste und dauerhafteste Wertschöpfung aus neuen Technologien fiel in der Vergangenheit bei Betreibern und Wegbereitern an. Eisenbahngesellschaften, Rundfunk- und Fernsehnetzwerke, Softwareentwickler von Betriebssystemen und digitale Plattformunternehmen sind Beispiele für solche Wegbereiter. In vielen Fällen sind sie irgendwann zu den grössten Unternehmen der Welt geworden.

Nutzniesser durch Anwendungen. Innovative Technologien schaffen häufig Ökosysteme von Nutzniessern, die vielleicht nicht direkt an der Entwicklung einer Technologie beteiligt sind, sich aber in einer günstigen Position befinden, sie zu nutzen, um neue Unternehmen aufzubauen oder die Rentabilität bestehender Unternehmen zu verbessern. Unternehmen, die nach der Erfindung der Dampfmaschine den grenzüberschreiten-

den Handel ausbauten, Einzelhandelsketten, die aufgrund der Entwicklung des Autos zum Massenfahrzeug enormen Auftrieb erhielten, oder Unternehmen, die sich dank des Internets mit E-Commerce oder sozialen Medien befassen, sind gute Beispiele dafür.

Wo steht die KI heute?

Wir können sehen, wie dieser historische Rahmen in den ersten Phasen der KI-Revolution am Werk ist:

Infrastruktur- und Inputanbieter (Cloud).

Cloud Computing ist ein entscheidender Input für generative KI. Es bietet die Rechenleistung, die notwendig ist, um generative KI-Anwendungen zu trainieren und funktionsfähig zu machen. Ähnlich wie historische «Inputs» bei anderen wichtigen Technologien ist Cloud Computing in gewissem Sinne ein Massengut – eine standardisierte Dienstleistung mit geringen Stückkosten. Das bedeutet, dass es signifikante Skalenvorteile gibt. So werden die grössten Cloud-Plattformen bereits von den grössten Technologieunternehmen betrieben. Cloud-Anbieter sind auch in der Lage, Kunden durch gebündelte Dienstleistungen zu binden.

Hardwarehersteller (GPU-Hersteller). Grafikprozessoren (GPUs) sind Chips, die für das Training neuronaler Netzwerke, einem Grundpfeiler der KI, von entscheidender Bedeutung sind. Daher verzeichnen die führenden Hersteller einen starken Wachstumsschub und ihre Aktienkurse schnellen in die Höhe. Kurzfristig erwarten wir, dass das starke Nachfragewachstum anhält. Mittelfristig könnte es zu einer Phase der «Ver-

arbeitung» kommen, in der die Käufer die vielversprechendsten Anwendungsfälle identifizieren und sich ausschliesslich auf diese konzentrieren. Längerfristig bleibt abzuwarten, ob die Chiphersteller ihre Produkte innovativ weiterentwickeln können, um ihre Preissetzungsmacht zu behaupten, oder ob GPUs zur Massenware werden, was die Hersteller zur Produktion im grösseren Massstab und mit niedrigeren Margen zwingen könnte.

Betreiber und Wegbereiter (grosse Sprachmodelle). Grosse Sprachmodelle (Large Language Models oder LLM) können als entscheidende «Wegbereiter» des KI-Ökosystems angesehen werden. Für die Entwicklung eines effektiven grossen Sprachmodells sind beträchtliche Datenmengen, eine enorme Rechenleistung und kompetente Fachleute erforderlich. Obwohl sich die Modelle möglicherweise besser für eine spezifische Anwendung (zum Beispiel die Generierung von Text, Programmiercode oder Bilder) eignen, sind sie in der Regel nicht spezifisch auf eine Domäne ausgelegt (zum Beispiel Finanzen, Recht oder Marketing). Letztendlich gibt es möglicherweise nur einige wenige grosse Sprachmodelle, auf denen die meisten generativen KI-Anwendungen aufbauen. Bisher wurden die bedeutendsten grossen Sprachmodelle hauptsächlich von den grössten Technologieunternehmen oder über Joint Ventures mit diesen Unternehmen entwickelt.

Nutznieser durch Anwendungen (Texterstellung, Programmierung, Bild-/Videogenerierung). ChatGPT ist ein eindeutiges Beispiel dafür, wie generative KI menschen-

ähnliche Texterstellungsfähigkeiten zeigen kann. KI kann aber auch zur Generierung von Computerprogrammen, Bildern oder Videos verwendet werden. In den nächsten Quartalen erkennen wir beträchtliche Chancen bei der Integration von «KI-Copiloten» in Produktivitätssoftware für das Büro, der steigenden Nachfrage nach KI-Analytik und der KI-Integration in Bild-/Video- und andere Unternehmensanwendungen.

Auswirkungen für Anleger

Ein ungewöhnlicher Aspekt der generativen KI besteht darin, dass viele bekannte Unternehmen bereits ab der Geburtsstunde der neuen Technologie in verschiedenen Stadien der Wertschöpfungskette aktiv sind – von der Cloud über das Eigentum an grossen Sprachmodellen bis zur Entwicklung von Applikationen für die Endnutzer.

Aus diesem Blickwinkel ist es vielleicht verständlich, warum die Marktkapitalisierung der Glorreichen Sieben im S&P 500, die zu meist von der KI profitieren, im bisherigen Verlauf des Jahres 2023 um 67% (oder USD 4,6 Bio.) in die Höhe geschwungen ist. Da erhebliche Ressourcen erforderlich sind, komplexe KI-Modelle zu entwickeln und von ihnen zu profitieren, dürften die grossen Akteure noch grösser werden.

Unseres Erachtens sollten Anleger, die in KI investieren wollen, ein breites Engagement in der gesamten Wertschöpfungskette anstreben, darunter in Cloud-, Halbleiter-, Software- und Internetunternehmen. Halbleiterunternehmen mit Bezug zur KI dürften in der nächsten Zeit eine fortgesetzt

robuste Nachfrage verzeichnen. Die Einführung wichtiger generativer KI-Produkte bei vielen der Glorreichen Sieben dürfte ein anhaltend starkes Momentum sicherstellen. Internetaktien dürften indes profitieren, wenn KI stärker in Anwendungen für Konsumenten integriert wird, wie Gaming, Unterhaltung und Werbung.

Trotz des grossen langfristigen Wachstumspotenzials sollten sich Anleger auf eine potenzielle kurzfristige Volatilität oder mögliche Kursverluste einstellen. Wie bei anderen Technologiebooms kann auf einen anfänglichen Nachfrageschub häufig eine Phase folgen, in der Konsumenten und Unternehmen die Entwicklungen erst einmal «verarbeiten» müssen. Für langfristige Anleger könnten solche Phasen attraktive Einstiegspunkte zur Aufstockung des Engagements darstellen.

Wirtschaftliche Auswirkungen

Unserer Ansicht nach dürfte KI die Produktivität von Arbeitskräften und die Effizienz deutlich verbessern. Die Auswirkungen für das Wirtschaftswachstum sind aber weniger eindeutig. Je nachdem, wie KI letztendlich eingesetzt wird, könnte sie zu einer unveränderten Produktion, aber mehr Freizeit führen.

Einige Tätigkeiten werden aufgrund der KI überflüssig werden. So haben heutzutage nur noch wenige Unternehmen «Schreibbüros». Mit einem starken Anstieg der Arbeitslosigkeit ist unseres Erachtens aber nicht unbedingt zu rechnen. Die KI dürfte zumindest einige neue Jobs schaffen, an die bisher keiner dachte. In der Vergangen-

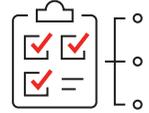
heit waren etwa 10% der Berufsbilder, die es am Ende eines Jahrzehnts gab, an seinem Beginn noch nicht vorhanden. Zum Beispiel hat die Zahl der Beschäftigten in der Unterhaltungsindustrie im letzten Jahrzehnt zugenommen, da soziale Medien und Streaming den Konsum von Unterhaltung ankurbelten und die Einstiegsschwellen senkten.

Auf längere Sicht dürfte KI in einigen Sektoren zu sinkenden Preisen führen. Doch das Ausmass der Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft wird stark davon abhängen, in welchem Ausmass sowie wo und wann die KI eingesetzt wird. Es wird bereits deutlicher, dass KI-gestützte Text-, Bild- und Videogenerierung Abwärtsdruck auf die Preise in Bereichen wie Kundendienstleistungen, Computerprogrammierung, Recht und Unterhaltung ausüben könnte.

Zuletzt schaffen Zeiten mit wirtschaftlichen Umwälzungen in der Regel auch soziale Spannungen, da Menschen, deren Einkommen und deren Status abnehmen, nach einem Sündenbock suchen. Diese Spannungen können zu einer populistischen und vorurteilsgeladenen Politik führen. Die KI könnte auch eine weitere Eskalation der geopolitischen Spannungen zur Folge haben, wenn sich Länder auf ein «KI-Wettrüsten» einlassen, um potenzielle Anwendungen der KI ihrer Rivalen abzuwehren. Dieser Trend zeigt sich jetzt schon an den jüngsten Beschränkungen der USA für KI-Technologie und anderen Vergeltungsmassnahmen Chinas.



Führende disruptive Unternehmen auswählen



Wir erwarten während des kommenden Jahrzehnts einige der höchsten Renditen am Aktienmarkt durch Unternehmen, die neue Technologien nutzen können, um ihre Märkte auszuweiten, etablierte Anbieter zu verdrängen oder Kosten zu senken. Diese führenden Disruptoren erfolgreich zu identifizieren, ist entscheidend für die Steigerung des langfristigen Portfoliopotenzials. Wir gehen davon aus, dass in den kommenden zehn Jahren alle Branchen – von Technologie über Energie bis hin zum Gesundheitswesen – von einer Welle der Disruption erfasst werden.

► Technologische Disruption

Die Einführung von KI-Dienstleistungen, die für die Konsumenten allgemein zugänglich sind, führte zu signifikanten Investitionen in die grössten, weltweit führenden Technologieunternehmen. Dadurch erreichte das erste KI-Unternehmen einen Marktwert von über USD 1 Bio. Die Marktkapitalisierung der «Glorreichen Sieben», die zumeist von der KI profitieren, ist im bisherigen Jahresverlauf 2023 um 67% gestiegen. Die grössten Akteure haben Zugang zu allen benötigten Ressourcen wie Rechenleistung, Finanzkraft, Fachkräfte und Daten, um zu wachsen und das Potenzial der generativen KI zu nutzen. Daher könnten sie unserer Meinung nach im kommenden Jahrzehnt noch grösser werden.

13.06.2023

Nvidia wird zum ersten KI-Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von **USD 1 Bio.**

Diese Entwicklung beschränkt sich jedoch nicht auf Mega-Cap-Technologieunternehmen. Unserer Ansicht nach wird die technologische Disruption ein dauerhaftes Thema sein, das im kommenden Jahrzehnt über die Sektoren hinweg neue Chancen schafft und führende Unternehmen hervorbringt.

Wie auf [Seite 45](#) besprochen, lassen sich die Nutzniesser der KI aus der Anlageperspektive in vier Bereiche aufgliedern: Anbieter von Infrastruktur und Input (Cloud), Hardware (Hersteller von Grafikprozessoren), Betreiber und Wegbereiter (grosse Sprachmodelle) und Nutzniesser von Applikationen (Textgenerierung, Programmierung, Bild- und Videogenerierung).

Daher erkennen wir Chancen im Zusammenhang mit der KI in einem breiten Spektrum von Software-, Internet- und Halbleiterunternehmen. Basierend auf Daten von Bloomberg Intelligence rechnen wir nun mit einem Anstieg der weltweiten KI-Nachfrage von USD 28 Mrd. im Jahr 2022 auf USD 300 Mrd. im Jahr 2027. Das entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von 61%. In dieser Zeit dürften das Infrastruktursegment jährlich um 38% und das Anwendungs- und Modellsegment um 139% wachsen.

Die jüngsten Produktankündigungen der Unternehmen und die Gewinnankündigungen im Softwaresektor gaben einen Einblick in das Potenzial zur gewinnbringenden Nutzung der KI. So werden jetzt bereits mit rasantem Tempo neue Copiloten auf den Markt gebracht. Hierbei handelt es sich um

KI-Begleittools, die in betriebliche Workflow-Software integriert sind und die Produktivität der Mitarbeitenden steigern. Ihre Aufgaben reichen von der Informationssuche bis zur Inhaltserstellung. Die Möglichkeit, für Erweiterungen dieser Copiloten zusätzliche Monatsgebühren zu berechnen, verschafft abonnementbasierten Softwareunternehmen ein noch breiteres Spektrum von Chancen, mit der KI Geld zu verdienen.

► **Energiedisruption**

Die Besorgnis über den Klimawandel und die nationale Sicherheit sowie der technologische Fortschritt treiben die weltweite Dekarbonisierung an. Die Schaffung einer Wirtschaft ohne CO₂-Emissionen und der Umstieg auf saubere Treibstoffe ist eine komplexe Aufgabe. Um die Netto-Null-Ziele zu erreichen, sind Investitionen in die Energieerzeugung, die Energieinfrastruktur, den Transport, die Industrie, Gebäude, Heizungs- und Kühlsysteme mit Hilfe der Einführung von grünen Technologien erforderlich. Aufgrund der unterschiedlichen Entwicklungsstadien in verschiedenen Ländern und Sektoren denken wir, dass Anleger mit einem Engagement über mehrere dieser Themen am meisten profitieren werden.

Wir erwarten, dass sich die weltweiten Solarstromkapazitäten von derzeit 1000 GW in den kommenden Jahren verdreifachen und dadurch der Anteil erneuerbarer Energien am globalen Strommix steigt. Der Anteil erneuerbarer Energien an der Stromerzeugung hat sich in den letzten zehn Jahren bereits von 20% auf 30% erhöht. Anleger können Chancen im

Zusammenhang mit der Solarenergie durch ein diversifiziertes Engagement in Greentech, ein langfristiges Engagement in der Energieeffizienz-Wertschöpfungskette oder ein konzentrierteres Engagement in intelligenten Energielösungen nutzen.

Nach unseren Schätzungen werden bis 2025 rund 30% des weltweiten Autoabsatzes auf elektrifizierte Fahrzeuge entfallen (einschliesslich batteriebetriebener Elektrofahrzeuge und Hybridautos). Bis 2030 dürfte der Anteil auf über 60% steigen. Dieser Zuwachs wird durch zunehmende technologische Entwicklungen angetrieben. Die Wertschöpfungskette für Elektrofahrzeuge ist ein wesentliches Element von Greentech-Anlagethemen, insbesondere in Asien und Europa.

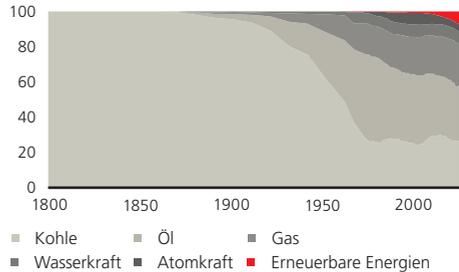
Die Dekarbonisierung von Heizungs- und Kühlungssystemen für Gebäude und Industrieanlagen erfordert unterdessen eine starke Konzentration auf Investitionen in die Energieeffizienz. Wenn die Hardware an ihre Grenzen stösst, kann die Energieeffizienz häufig durch Software weiter verbessert werden. Dies eröffnet Chancen für Unternehmen, die digitale Daten sammeln und Basistechnologien bereitstellen.

Jenseits der öffentlichen Märkte können Anleger Chancen im Zusammenhang mit der Energiedisruption an den Privatmärkten nutzen, unter anderem in den Bereichen Entwicklung erneuerbarer Energieinfrastruktur, Energienetze, Energiespeicherung, CO₂-Abscheidung, Energieeffizienz und Lösungen für die Kreislaufwirtschaft.

Abbildung 10

Die Umstellung auf erneuerbare Energien ist in Gang

Primärenergieverbrauch nach Energiequelle, Anteil am Gesamtverbrauch, in Prozent



Quelle: Energy Institute Statistical Review of World Energy 2023, UBS, per November 2023

► Disruption im Gesundheitswesen

Der Gesundheitssektor wird eine wichtige Quelle disruptiver Innovationen im Laufe des nächsten Jahrzehnts sein. Durch die Alterung der Bevölkerung steigt die Nachfrage nach Gesundheitsleistungen und Therapien, während die knapperen Staatshaushalte neue Ansätze zur Erbringung dieser Leistungen erforderlich machen.

Wir sehen biologische Innovationen und die Gesundheitstechnologie als wichtige Bereiche an. Ein diversifiziertes Engagement erscheint besonders sinnvoll, da viele Akteure in diesem Bereich Small- oder Mid-Cap-Unternehmen sind.

Zusätzlich zu Medikamenten gegen Fettleibigkeit, die im Jahr 2023 die Aufmerksamkeit der Anleger erregten, erkennen wir Chancen bei der Behandlung von Krebs, seltenen Krankheiten sowie in der Immunologie und Neurologie. Unternehmen haben verschiedene neue Medikamente und Behandlungsverfahren entwickelt, die derzeit entweder auf den Markt gebracht werden oder kurz vor der Zulassung stehen. Dazu zählen Antikörper-Wirkstoff-Konjugate, bi- und multispezifische Antikörper sowie gartzelltherapeutische Ansätze für Immunerkrankheiten.

Die zunehmende Vernetzung und die wachsende Rechenleistung führen ebenfalls zu signifikanten Entwicklungen. Die Trends umfassen die Miniaturisierung, Roboter, erleichterte Interaktion mit Patienten und verbesserten Zugang. Die Biopharmabranche erkundet auch KI-gestützte Ansätze, um die Entdeckung neuer Medikamente zu beschleunigen, neue diagnostische Ansätze zu entwickeln oder Medikamente zu personalisieren. Es ist jedoch noch zu früh, um greifbare Veränderungen der Arzneimittelentdeckung und der Zulassungsquoten zu erkennen.

Bei Anlagen in das Thema Disruption im Gesundheitswesen halten wir es für wichtig, auf ein diversifiziertes Engagement in verschiedenen Innovationsbereichen zu achten. Die meisten Disruptoren sind klei-

nerer Unternehmen. Restriktivere Finanzierungsbedingungen können die kurzfristige Entwicklung der Aktien dieser Unternehmen jedoch überproportional beeinträchtigen. Die Kombination von Anlagen in den «Disruptoren» mit Anlagen in den «Anwendern» – also etabliertere Unternehmen, die die neuen Technologien einsetzen – kann eine weniger risikoreiche Möglichkeit sein, vom Nutzen der Innovation zu profitieren.

Ausserdem haben Anleger die Möglichkeit zur Diversifikation über bedeutende Teilsektoren (Biopharma, Medizintechnik und Hilfsmittel sowie Dienstleistungen) und Regionen. Damit können sie potenziell auch vom Wachstum im Gesundheitswesen von Schwellenländern profitieren. Anleger, die ihr Kapital länger binden können, haben die Möglichkeit, über börsennotierte Unternehmen hinaus zu diversifizieren. Die Privatmärkte spielen eine wichtige Rolle bei der Finanzierung der Forschung in der Frühphase. Allokationen in Anlagen mit Gesundheitsbezug an privaten und öffentlichen Märkten könnten auch auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Portfolios zugutekommen.

Wachstumschancen an den Privatmärkten wahrnehmen



In dieser neuen Welt werden erhebliche Investitionen in Gesundheit, Digitalisierung und Energie getätigt. Aufgrund der hohen Staatsverschuldung dürften die öffentlichen Finanzierungsmittel für Innovation jedoch begrenzt sein. Privatmarktmanager spielen eine wesentliche Rolle mit ihrer Fähigkeit, Unternehmen in verschiedenen Lebenszyklusphasen Eigen- oder Fremdkapital zur Verfügung zu stellen. Die Anlageklasse bietet ein attraktives Renditepotenzial und einen direkten Zugang zur Realwirtschaft. Im Gegenzug müssen Anleger eine geringere Liquidität in Kauf nehmen.

► Privatmärkte bieten Zugang

Über börsennotierte Aktien ein Engagement in wachstumsstarken und innovativen Unternehmen aufzubauen, wird zunehmend schwieriger, da das Angebot an neu an die Börse gebrachten Unternehmen schrumpft. Mehr Unternehmen entscheiden sich, in Privatbesitz zu bleiben, den Börsengang aufzuschieben oder sogar ganz zu vermeiden. Dieser Trend wird sich unseres Erachtens im nächsten Jahrzehnt nicht umkehren. Eine ähnliche Dynamik vollzieht sich an den Kreditmärkten: Der Marktanteil traditioneller Kreditgeber schrumpft zugunsten von Private Debt, insbesondere bei der Finanzierung von kleinen und mittelgrossen Unternehmen.

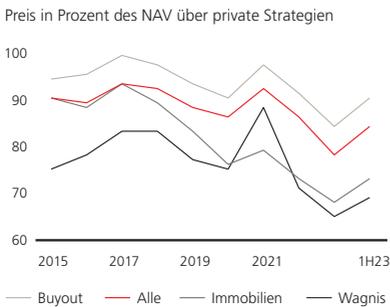
► Private Equity

Value- und Middle-Market-Buy-out. Im mittelständischen Bereich sind die Einstiegskennzahlen bei Übernahmen von einem Unternehmenswert-EBITDA-Verhältnis (per 2. Quartal 2023) von 12,8x auf nachlaufender Zwölf-Monats-Basis auf 10,3x gesunken und liegen damit unter dem Durchschnitt seit 2008 (11,4x). Add-on-Strategien bleiben jedoch ein leistungsstarkes Instrument, um Wachstums- und Zinsdruck abzufangen, und bieten Potenzial für mehrfache Arbitrage, Kosten- und Umsatzsynergien sowie eine Beschleunigung des Wachstums. Ausserdem erwarten wir, dass das Volumen der Ausgliederungen und Veräusserungen weiter zunimmt, da sich die Konjunktur

abkühlt und die Unternehmen mehr Geschäftsbereiche abspalten, die nicht zum Kerngeschäft gehören oder weniger rentabel sind. Diese sind häufig zu attraktiven Kaufpreisen verfügbar.

Abbildung 11

Sekundäranlagen werden zu ungewöhnlich hohen Abschlägen gehandelt



Quelle: Jefferies Global Secondary Market Review 1H23, UBS, per November 2023

Sekundäranlagen. Viele Anleger streben immer noch danach, Liquidität zu generieren. Daher sind Sekundärmarkt-Manager, die sich darauf spezialisiert haben, Anteile an bestehenden Fonds oder Portfoliounternehmen zu erwerben, die Cashflows erwirtschaften oder kurz davor sind, unseres Erachtens immer noch attraktiv. Die Abschläge liegen immer noch über den historischen Standards (16% des Nettoinventarwerts per Juni), die Geld-Brief-Spannen sind enger geworden und die Transaktionsaktivität belebt sich.

Thematisches Wachstum. Für Anleger, die danach streben, an langfristigen Trends in Bereichen wie Software, Gesundheit, Bildung und Klima zu partizipieren, stellen themenorientierte Private-Equity-Fonds für Wachstumswerte eine Chance dar, da die günstigeren Bewertungen einen attraktiven Einstiegspunkt bieten.

► Privatkredite

Direktkreditstrategien dürften eine gute Ertragsquelle im kommenden Jahrzehnt sein. Das Verhältnis zwischen Schulden und liquiden Mitteln hat sich verschlechtert und die Zahlungsausfälle könnten zunehmen, insbesondere aufgrund der verzögerten Auswirkungen der höheren Zinssätze auf die Wirtschaft. Zahlungsausfälle könnten zwar zu potenziellen Kreditverlusten bei bestehenden Darlehen führen, doch private Kreditgeber können bei neuen Krediten günstigere Bedingungen diktieren und einen wirksameren Kreditgeberschutz aushandeln. Dies könnte striktere Vertragsbedingungen, einen geringeren Fremdkapitalanteil und höhere Eigenkapitalbeteiligungen umfassen. Beim aktuellen Niveau erbringen Privatkredite ungehebelte Renditen von knapp 12,5% und bieten einen attraktiven Zinsvorteil gegenüber Hochzinsanleihen und Leveraged Loans, der potenzielle Kreditverluste kompensieren dürfte. Wir empfehlen, sich auf erfahrene Manager zu konzentrieren, die bei der Kreditvergabe vorsichtig vorgehen. Manager, die in der Lage sind, einen Turnaround einzuleiten,

oder Erfahrung bei der Übernahme von Eigenkapitalbeteiligungen haben, könnten in diesem Umfeld ebenfalls im Vorteil sein. Vor einer Investition sollten Anleger die mit Privatmarktanlagen verbundenen Risiken beachten. Dazu zählen Illiquidität, längere Kapitalbindung, Fremdkapitaleinsatz und eine zu hohe Konzentration.

► Sachwerte

Am Immobilienmarkt gehen wir selektiv vor und konzentrieren uns nach wie vor auf Qualität und Widerstandsfähigkeit. Die Fundamentaldaten in den Sektoren Industrie, Logistik und Mehrfamilienhäuser sind unseres Erachtens solide. Dies wird durch vorteilhafte Trends wie den E-Commerce und die demografische Entwicklung unterstützt. Die Unsicherheit ist zwar gross. Doch die gegenwärtigen Herausforderungen für den US-Büromarkt werden im kommenden Jahrzehnt zu interessanten Anlagechancen führen. Falls die Preise einiger Bürogebäude weiter fallen sollten, erkennen wir in der Umwandlung und Nachrüstung potenzielle Chancen.

Im Infrastrukturbereich sind die Entwicklung neuer Anlagen und die Modernisierung bestehender Einrichtungen zentrale Aspekte verschiedener struktureller Trends, wie Digitalisierung, Dekarbonisierung und Deglobalisierung. Weltweit bemühen sich die Regierungen, den Ausbau der Kapazitäten voranzutreiben (insbesondere im Bereich der erneuerbaren Energien) und zugleich die Wirtschaftlichkeit und Wettbewerbsfähigkeit bestehender und künftiger Projekte zu verbessern. Infrastrukturanlagen sind nicht nur eine thematische Chance, sondern zeichnen sich durch einzigartige Merkmale aus – hohe Einstiegsschwellen, unelastische Nachfrage und beständige, inflationsgebundene Cashflows. Dadurch können sie eine strategische Quelle für Kapitalzuwächse und Erträge in Multi-Asset-Portfolios sein.

Ein ausgewogenes Portfolio für das kommende Jahr und Jahrzehnt

Die neue Welt wird komplex und volatil sein, aber auch Chancen zur Vermögenssteigerung bieten. Um in dieser neuen Welt zu bestehen, sollten Anlegerinnen und Anleger einen Plan auf Basis der Vermögensstrategie «Liquidität. Langlebigkeit. Weitergabe.»* erstellen. Sie sollten ihre Kapitalanlage mit einem global diversifizierten Multi-Asset-Portfolio ausgewogen gestalten und diszipliniert, aber flexibel sein, um ihr langfristiges Portfolio durch taktische Handelsideen zu ergänzen.

Liquidität. Langlebigkeit. Weitergabe.

Die Vermögensstrategie «Liquidität. Langlebigkeit. Weitergabe.» soll Anlegern dabei helfen, ihre Vermögensziele über verschiedene Zeithorizonte zu erforschen und zu verfolgen. Sie umfasst die Aufteilung des Vermögens auf drei Strategien:

Liquidität.

Diese Strategie soll sicherstellen, dass die Anleger über ausreichend flüssige Mittel verfügen, um ihren kurzfristigen Ausgabenbedarf zu decken. Sie beinhaltet typischerweise Anlagen in Barmitteln oder geldmarktähnlichen Wertpapieren. Da die Zinssätze im kommenden Jahr und in den

nachfolgenden Jahren sinken dürften, empfehlen wir, diesen Anteil auf die erwarteten Portfolioentnahmen der nächsten zwei bis fünf Jahre zu beschränken und jetzt Massnahmen zur Renditeoptimierung zu ergreifen. Hierzu eignen sich Einlagenzertifikate, Anleihenleitern oder strukturierte Lösungen.

Langlebigkeit.

Bei dieser Strategie geht es um die Anlage in Vermögenswerten, mit denen ein Anleger während seines Lebens Erträge erzielen kann. Angesichts der erhöhten Unsicherheit in unserer neuen Welt ist es unserer Meinung nach am besten, die Mittel in dieser Strategie in ein gut diversifiziertes globales

* Die Zeiträume können variieren. Die Strategien sind abhängig von den individuellen Kundenzielen, den angestrebten Ergebnissen und der Produkteignung. Es wird keinerlei Versprechen beziehungsweise keine Garantie abgegeben, dass mithilfe dieses Ansatzes ein Vermögen oder ein bestimmtes Finanzergebnis erzielt wird oder werden kann.

Portfolio zu investieren, die Renditeanforderungen mit dem Risikomanagement abzustimmen und die Anlagen mit vielen der taktischen Ideen zu ergänzen, die in diesem *Year Ahead* besprochen werden.

Weitergabe.

Ziel dieser Strategie sind Investments für Anforderungen, die über das Leben des Anlegers hinausreichen, sowie möglicherweise auch die Maximierung des Vermögenswerts, um ein Erbe zu hinterlassen oder philanthropische Ziele zu verfolgen. Viele der im Abschnitt «Das nächste Jahrzehnt» besprochenen Ideen könnten sich für diese Strategie eignen, zum Beispiel Anlagen in führenden disruptiven Unternehmen und an Privatmärkten. Impact Investing, nachhaltiges Investieren und Philanthropie kommen ebenfalls für Weitergabestrategien infrage.

Um mit der Vermögensstrategie «Liquidität. Langlebigkeit. Weitergabe.» zu beginnen, können Anleger zunächst überlegen, wie viel sie für den Ausgabenbedarf der nächsten zwei bis fünf Jahre aus ihren Portfolios entnehmen müssen, wie ihre Ausgabenpläne aussehen für die Zeit, die über die nächsten fünf Jahre hinausgeht, und wie viel sie hinterlassen möchten.

Unter Beizug eines Beraters diese Beträge auf die Investmentstrategien Liquidität, Langlebigkeit und Weitergabe aufzuteilen, verschafft Anlegern einen Überblick, wofür sie investieren, und verbessert so ihre Chance, die gesteckten Ziele zu erreichen. Die Liquiditätsstrategie gibt Anlegern in Phasen mit Marktschwankungen ein beruhigendes Gefühl. Ein diszipliniertes Vorgehen bei der Entnahme und dem anschließenden Auffüllen der Strategie während Baissephasen kann zu einer bedeutenden langfristigen Outperformance führen.

Die Vermögensstrategie «Liquidität. Langlebigkeit. Weitergabe.»



Quelle: UBS

Die Strategien sind abhängig von den individuellen Kundenzielen, den angestrebten Ergebnissen und der Produkteignung.

Ein ausgewogenes Engagement anstreben

Das Halten einer Kernposition in einem ausgewogenen Portfolio ist unserer Meinung nach die wirksamste Methode, das Vermögen zu schützen und im Laufe der Zeit zu vermehren. Das Konzept eines ausgewogenen Portfolios ist im Grundsatz der Diversifikation verankert – der Verteilung von Anlagen über verschiedene Vermögenswerte, um Renditen zu erzielen und Risiken zu steuern.

Diversifikation wird häufig als Mittel zur Risikominderung angesehen. Das trifft auch zu: Durch eine breite Streuung der Anlagen können mit geringerem Risiko gleichwertige Renditen erzielt werden wie mit einzelnen Anlagen.

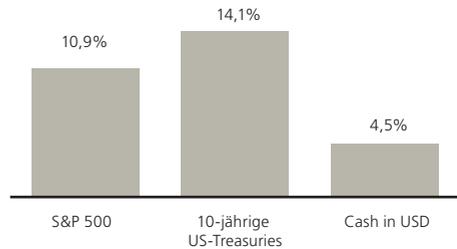
Dabei ist jedoch zu beachten, dass es bei der Diversifikation sowohl darum geht, sich die richtigen Aktien nicht entgehen zu lassen, wie darum, ein allzu hohes Engagement in den falschen zu vermeiden. Die zukünftige Performance vorherzusehen ist schwierig: Eine Studie von Hendrik Bessembinder, einem Professor an der Arizona State University, ergab, dass die Hälfte der Wertschöpfung am US-Aktienmarkt zwischen 1926 und 2019 auf nur 0,3% der Unternehmen entfiel. Diversifikation ist die einzige Möglichkeit um sicherzustellen, dass diese wenigen Outperformers dem Anleger nicht entgehen. In einer Zeit der Veränderungen ist dies besonders wichtig.

Einen klaren Finanzplan aufzustellen, zu überlegen, wie hoch die Renditen sein müssen, und die eigene Toleranz für Volatilität

Abbildung 12

In allen Anlageklassen werden positive Gesamttrenditen erwartet

Gesamtertragsersparungen für ausgewählte Anlageklassen per Dezember 2024



Quelle: UBS, per November 2023

und Risiko zu verstehen, ist ein guter Anfang. Ausgewogene Portfolios können auf verschiedene Risikotoleranzen und Renditeziele zugeschnitten werden. Wir sind auch der Ansicht, dass Anleger, die Nachhaltigkeitsziele verfolgen, mit einem ausgewogenen nachhaltigen Portfolio vergleichbare risikobereinigte Finanzrenditen erzielen können wie mit traditionellen Portfolios.

Es gibt keinen falschen Zeitpunkt, in ein ausgewogenes Portfolio zu investieren. Doch angesichts unserer positiven Einschätzung der Aktien-, Anleihen- und alternativen Anlagemärkte für das nächste Jahr sowie aufgrund des Potenzials von Aktien und Anleihen zur gegenseitigen Diversifikation in unseren Hauptrisikoszenarien wäre unserer Meinung nach jetzt ein besonders günstiger Zeitpunkt für Anleger, ein ausgewogenes Engagement anzustreben.



Rückblick auf 2023

Wachstum

Wir hatten mit einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im Jahr 2023 gerechnet. Das trat auch ein, aber nicht in dem von uns erwarteten Grad. Die Industriestaaten steuern auf ein Wachstum von 1,7% für 2023 zu – unsere ursprüngliche Schätzung lautete auf 0,4% (nach einem Wachstum von 2,4% im Jahr 2022). In den Schwellenländern dürfte das Wachstum bei 4,3% liegen. Wir hatten 3,5% geschätzt und 2022 lag das Wachstum bei 4,1%.

Inflation

Wir hatten gedacht, dass die Inflation 2023 sinken würde. Das tat sie auch, allerdings etwas weniger deutlich, als wir erwartet hatten. In den USA dürfte die Konsumentenpreis-inflation am Jahresende bei 3,7% liegen; wir hatten ursprünglich mit 3,6% gerechnet.

Zinsen

Wir hatten angenommen, dass die Zentralbanken bis Ende 2023 in der Lage sein würden, die Zinssätze zu senken. Sie haben ihre Zinserhöhungen zwar beendet oder stehen kurz davor, doch die angespannten Arbeitsmärkte verhindern derzeit eine expansivere Geldpolitik. Jetzt gehen wir davon aus, dass die ersten Zinssenkungen im späten Frühjahr oder im Frühsommer 2024 beginnen.

Anleihen

Da das Wirtschaftswachstum und die Arbeitsmärkte überraschend robust blieben, konnten die Anleihenrenditen entgegen unseren Erwartungen weiter steigen. Wir hatten angenommen, dass die Rendite der

zehnjährigen US-Treasuries von 3,9% in 2022 auf 3% in 2023 sinken würde. Zum Zeitpunkt der Niederschrift liegt sie bei 4,6%.

Aktien

Wir hatten Aktien zu Beginn des Jahres 2023 neutral beurteilt. Eine unerwartete, von der KI angetriebene Rally einiger Aktien unterstützte die breiten Aktienindizes während des Jahres. In den zwölf Monaten bis zum Zeitpunkt der Niederschrift ist der S&P 500 um 10,5% gestiegen, der Stoxx 600 um 3,3% und der MSCI Emerging Markets um 1,8%.

Währungen

Der US-Dollar nähert sich dem Jahresende 2023 mit etwas schwächeren Wechselkursen gegenüber dem Euro, dem britischen Pfund und dem Schweizer Franken im Vergleich zum Jahresbeginn. Die Richtung entsprach zwar unseren Prognosen für das Gesamtjahr, doch der Rückgang war geringer als von uns erwartet. Mit der anhaltenden Schwäche des Yen hatten wir nicht gerechnet. Sie war eine Folge der fortgesetzt expansiven Geldpolitik der Bank of Japan.

Rohstoffe

Gold überstieg unsere Erwartungen, da die Anleger trotz der hohen Zinssätze nach einer Absicherung gegen geopolitische Risiken strebten. Im Gegensatz dazu blieb der Ölpreis hinter unseren ursprünglichen Erwartungen zurück. Dank der Bemühungen der Opec+ zur Begrenzung des Angebots rückte der Preis im 3. Quartal jedoch nahe an die Marke von USD 100 je Barrel heran.

Prognosen für die Anlageklassen

Währungen

	Kassa	Juni 2024	Dezember 2024	KKP ¹
EURUSD	1.07	1.10	1.12	1.29
GBPUSD	1.23	1.25	1.27	1.59
USDCHF	0.90	0.88	0.87	0.78
USDCAD	1.38	1.34	1.32	1.21
AUDUSD	0.64	0.69	0.72	0.69
EURCHF	0.96	0.97	0.97	1.00
NZDUSD	0.59	0.61	0.62	0.61
USDJPY	152	143	140	84
USDCNY	7.29	7.20	7.00	4.45

¹ KKP = Kaufkraftparität

Quelle: UBS, per 13. November 2023

Rohstoffe

	Kassa	Juni 2024	Dezember 2024
Brent-Rohöl (USD/Barrel)	83	95	95
WTI-Rohöl (USD/Barrel)	78	91	91
Gold (USD/Feinunze)	1950	1950	2150

Quelle: UBS, per 13. November 2023

Zinsen und Anleihen

	2-jährige Renditen (in %)			10-jährige Renditen (in %)		
	Kassa	Juni 2024	Dezember 2024	Kassa	Juni 2024	Dezember 2024
USD	5,03	3,75	3,25	4,64	3,75	3,50
EUR	3,08	2,50	2,00	2,71	2,25	2,25
GBP	4,64	4,00	3,50	4,31	3,75	3,50
CHF	1,31	0,75	0,70	1,09	0,90	0,90
JPY	0,10	0,20	0,25	0,87	1,00	0,80

Quelle: Bloomberg, UBS, Daten per 13. November 2023

Wirtschaftsprognosen

	BIP-Wachstum (in %)				Inflation (Durchschnitt, in %)			
	2023P	2024P	2025P	2026P	2023P	2024P	2025P	2026P
Nord- und Südamerika								
USA	2,4	1,1	1,7	1,8	4,2	2,7	2,0	2,3
Kanada	1,1	0,2	1,3	2,1	3,9	2,5	2,1	2,0
Europa								
Eurozone	0,5	0,6	1,2	1,1	5,5	2,4	2,1	2,0
Grossbritannien	0,6	0,6	1,5	1,3	7,4	2,6	2,1	2,0
Schweiz	0,7	1,2	1,5	1,6	2,2	1,8	1,7	1,4
Asien								
China	5,2	4,4	4,6	4,2	0,4	1,2	1,6	1,8
Japan	1,9	0,7	1,0	0,8	3,3	2,3	1,5	1,6
Indien	6,3	6,2	6,2	6,5	5,5	4,8	4,5	4,5
Australien	1,9	1,6	2,2	2,1	5,7	3,6	3,0	2,9
Industrieländer	1,7	1,1	1,6	1,6	4,6	2,5	2,0	2,0
Schwellenländer	4,3	3,9	4,3	4,2	7,6	8,7	5,1	4,1
Welt*	3,1	2,6	3,1	3,0	6,3	6,0	3,8	3,2

P = Prognose

* ausgenommen Venezuela (bei Inflation)

Quelle: UBS, per 13. November 2023

Impressum

Year Ahead 2023 – UBS House View

Dieser Bericht wurde von UBS AG, UBS AG London Branch, UBS Switzerland AG, UBS Financial Services Inc. (UBS FS), UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch und UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd. erstellt. Bitte beachten Sie den wichtigen Disclaimer am Ende dieses Dokuments.

Diese Publikation spiegelt die Erkenntnisse und Meinungen des gesamten CIO-Teams weltweit und belegt die intellektuelle Vorreiterrolle von UBS.

Global Chief Investment Officer

Mark Haefele

Chefredaktor

Kiran Ganesh

Supervisory Analyst

Abe De Ramos

Projektmanager

Sagar Khandelwal

Redaktionsschluss

15. November 2023

Publikationsdatum

16. November 2023

Gestaltung

CIO Content Design
UBS Switzerland AG

Titelbild

Lisa Therese, Unsplash

Sprachen

Englisch, Deutsch, Französisch, Italienisch, Spanisch, Portugiesisch, Chinesisch (vereinfacht und traditionell) und Japanisch

Kontakt

ubs.com/cio

SAP-Nr. 82251D-2301

Warnhinweise in Bezug auf zukunftsgerichtete Aussagen

Dieser Bericht enthält Aussagen, die «zukunftsgerichtete Aussagen» darstellen, unter anderem Aussagen in Bezug auf den aktuellen oder erwarteten Zustand des Wertpapiermarkts sowie Kapitalmarktannahmen. Diese zukunftsgerichteten Aussagen spiegeln zwar unsere Ansichten und Zukunftserwartungen in Bezug auf die in diesem Dokument erörterten Angelegenheiten wider, eine Reihe von Risiken, Unsicherheiten, Veränderungen auf dem Markt sowie andere wichtige Faktoren könnten jedoch dazu führen, dass die tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnisse erheblich von unseren Erwartungen abweichen.

Zu diesen Faktoren zählen unter anderem erstens das Ausmass und die Art der zukünftigen Entwicklungen auf dem US-Markt und in anderen Marktsegmenten, zweitens andere Markt- oder makroökonomische Entwicklungen, darunter Bewegungen an den lokalen und internationalen Wertpapiermärkten, der Kreditspreads, der Wechselkurse und Zinssätze, sei es in direkter oder indirekter Folge der aktuellen Marktkrise, und drittens die Auswirkungen dieser Entwicklungen auf andere Märkte und Anlageklassen. UBS ist nicht verpflichtet (und lehnt ausdrücklich jede Verpflichtung ab), ihre zukunftsgerichteten Aussagen aufgrund von neuen Informationen, künftigen Ereignissen oder aus anderen Gründen anzupassen.

Schwellenländerinvestments

Anleger sollten sich bewusst sein, dass Anlagen in Schwellenländern bestimmten Risiken unterliegen. Dazu zählen unter anderem mögliche Risiken im Zusammenhang mit der Währungsvolatilität, abrupten Änderungen der Kapitalkosten und den Aussichten für das Wirtschaftswachstum sowie regulatorische und soziopolitische Risiken, Zinsrisiken und erhöhte Kreditrisiken. Anlagen können zuweilen sehr illiquide sein und die Liquiditätsbedingungen können sich abrupt verschlechtern. Das CIO GWM empfiehlt im Allgemeinen nur Wertpapiere, die unseres Erachtens gemäss den Registrierungsvorschriften auf US-Bundesebene (Section 12 Securities Exchange Act of 1934) und einzelner bundesstaatlicher Registrierungsvorschriften (häufig als «Blue Sky»-Gesetze bezeichnet) eingetragen sind. Potenzielle Anleger sollten sich bewusst sein, dass das CIO GWM – soweit nach US-Recht zulässig – zu gegebener Zeit Anleihen empfehlen kann, die nicht nach den Wertpapiergesetzen des US-Bundes oder der US-Bundesstaaten registriert sind. Diese Anleihen wurden möglicherweise in Rechtsräumen emittiert, in denen die Offenlegungspflichten der Emittenten seltener oder weniger umfassend sind als von US-Gesetzen gefordert.

Anlegern, die Anleihen über einen längeren Zeitraum halten möchten, empfehlen wir, die Titel von Staaten mit den besten Kreditratings (in der Kategorie «Investment Grade») zu wählen. Solch ein Ansatz sollte das Risiko senken, dass ein Anleger Staatsanleihen hält, die von einem Zahlungsausfall betroffen sind. Anleihen mit einem Rating unterhalb «Investment Grade» empfehlen wir nur Kunden mit einer höheren Risikotoleranz, die Anleihen mit höheren Renditen über einen kürzeren Zeitraum halten möchten.

Nicht traditionelle Anlageklassen

Nicht-traditionelle Anlageklassen sind alternative Anlagen wie Hedge Funds, Private Equity, Immobilien und Managed Futures (sie werden zusammen als «alternative Anlagen» bezeichnet). Anteile alternativer Anlagefonds werden nur qualifizierten Anlegern und nur auf Basis von Angebotsunterlagen verkauft, die Angaben zu Risiken, Gesamtrendite und Kosten dieser alternativen Anlagefonds enthalten. Diese sollten die Kunden unbedingt sorgfältig lesen, bevor sie solche Anteile zeichnen und halten. Eine Anlage in einem alternativen Investmentfonds ist spekulativ und birgt erhebliche Risiken. Erstens sind solche Anlagen keine offenen Investmentfonds und unterliegen auch nicht den gleichen regulatorischen Auflagen wie diese. Zweitens kann ihr Wert schwanken, sodass Anleger

ihr investiertes Kapital ganz oder teilweise verlieren können. Drittens können sich alternative Anlagefonds in kreditfinanzierten Anlagen oder anderen spekulativen Anlagegeschäften mit entsprechenden Verlustrisiken engagieren. Viertens sind alternative Anlagen langfristig illiquide, da für die Fondsanteile in der Regel kein Sekundärmarkt existiert und, soweit absehbar, auch kein solcher entstehen wird. Fünftens sind Anteile an alternativen Anlagefonds typischerweise illiquide und unterliegen Übertragungseinschränkungen. Sechstens ist eine regelmässige Information der Anleger über Kurse und Bewertungen bei derartigen Anlagen nicht immer obligatorisch. Siebtens sind solche Anlagen steuerlich schwer zu handhaben, und die Übermittlung der steuerlich relevanten Daten kann sich verzögern. Achterschliesslich erheben alternative Anlagefonds hohe Gebühren, darunter Management-Gebühren und sonstige Gebühren und Auslagen, die auf Kosten der Rendite gehen.

Anteile an alternativen Anlagefonds sind weder Einlagen noch von einer Bank oder einem anderen versicherten Einlageninstitut ausgegebene, verbürgte oder indossierte Schuldverschreibungen, und sie sind nicht durch den Einlagensicherungsfonds (Federal Deposit Insurance Corporation), den Vorstand der US-Notenbank (Federal Reserve Board) oder eine andere staatliche Behörde abgesichert. Interessenten sollten sich vor einer Investition in einen alternativen Anlagefonds über diese Risiken informieren und sich überlegen, ob sie bereit und finanziell in der Lage sind, diese Risiken über einen längeren Zeitraum zu tragen. Ausserdem sollten sie alternative Anlagefonds als Ergänzung eines umfassenden Anlageprogramms betrachten.

Zusätzlich zu den allgemeinen Risiken alternativer Anlagen sind mit einer Investition in diese Strategien noch weitere Risiken verbunden:

- **Hedge Fund-Risiken:** Zu den Risiken, die mit einer Anlage in Hedge Funds einhergehen, zählen beispielsweise die Risiken bestimmter Geschäfte wie Investitionen in Leerverkäufe, Optionen, Small-Cap-Aktien, spekulative Anleihen («Junk Bonds»), Derivate, notleidende Wertpapiere, Wertpapiere von Emittenten ausserhalb der USA und illiquide Anlagen.
- **Managed Futures:** Hier bestehen die für Managed-Futures-Programme typischen Risiken. Beispielsweise verfolgen nicht alle Manager zu jeder Zeit sämtliche Strategien. Zudem können Managed-Futures-Strategien stark direktionale Merkmale aufweisen.
- **Immobilien:** Hier bestehen die für immobilienbezogene Anlageprodukte und REITs (Real Estate Investment Trusts) typischen Risiken. Zu den Risikofaktoren zählen Fremdkapitaleinsatz, ungünstige Entwicklung der Gesamtwirtschaft und der lokalen Marktbedingungen, Änderungen gesetzlicher oder aufsichtsrechtlicher Steuer-, Grundstücks- und Bauvorschriften, Risiken hinsichtlich eines Kapitalabfalls und bei manchen Immobilieninstrumenten Risiken in Bezug auf die Möglichkeit, Steuervergünstigungen geltend zu machen.
- **Private Equity:** Hier bestehen die für Private-Equity-Anlagen typischen Risiken. Private-Equity-Fonds können kurzfristig Kapital anfordern. Anleger, die einer solchen Anforderung nicht nachkommen, müssen mit erheblichen Nachteilen rechnen, wie zum Beispiel dem Totalverlust des investierten Kapitals.
- **Wechselkurs-/Währungsrisiken:** Anleger, die in Wertpapiere von ausserhalb der USA ansässigen Emittenten investieren, sollten beachten, dass Schwankungen des Wechselkurses der Heimatwährung des Emittenten zum US-Dollar den Kurswert und die Liquidität solcher Wertpapiere auch dann in unerwarteter Weise beeinflussen können, wenn diese Wertpapiere in US-Dollar kotiert sind. Solche Wertpapiere können zudem weitere Risiken (politischer, wirtschaftlicher oder aufsichtsrechtlicher Art) bergen, die einem US-Anleger vielleicht nicht von vornherein bekannt 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»), die Teil der UBS Group AG («UBS-Konzern») sind, aufbereitet und veröffentlicht. Der UBS-Konzern umfasst die Credit Suisse AG, ihre Tochtergesellschaften, Filialen und verbundenen Unternehmen. Der für Credit Suisse Wealth Management relevante Zusatz-Disclaimer ist am Ende dieses Abschnitts zu finden.

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 eingestuftem 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.

Verschiedene Bereiche, Gruppen und Mitarbeitende innerhalb des UBS-Konzerns können **unabhängig voneinander** separate Research-Produkte erstellen und verteilen. Zum Beispiel werden Research-Publikationen des CIO von UBS Global Wealth Management erstellt. **UBS Global Research** hingegen wird von UBS Investment Bank erstellt. **Die Research-Methoden und Rating-Systeme der einzelnen Research-Organisationen können voneinander abweichen**, beispielsweise mit Blick auf die Anlageempfehlungen, den Anlagehorizont, Modellannahmen und Bewertungsmethoden. Somit können auch die von den einzelnen Research-Organisationen bereitgestellten Anlageempfehlungen, Ratings, Preisziele und Bewertungen voneinander abweichen oder inkonsistent sein – mit der Ausnahme bestimmter Wirtschaftsprognosen (bei denen UBS CIO und UBS Global Research zusammenarbeiten können). Bei jedem einzelnen Research-Produkt sollten Sie die Einzelheiten zu dessen Methodologie und Rating-System beachten. Nicht alle Kundinnen und Kunden haben Zugang zu allen Produkten von jeder Organisation. Jedes Research-Produkt unterliegt jeweils den Richtlinien und Verfahren der Organisation, von der es verfasst wird.

Die Vergütung des/der Analysten, der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, wird ausschliesslich durch Research Management und das Senior Management (ohne Investment Banking) bestimmt. Die Vergütung der Analysten basiert nicht auf den Erträgen aus dem Investment Banking, Verkauf und Handel oder Eigenhandel. Die Vergütung kann jedoch in Bezug zu den Erträgen des UBS-Konzerns als Ganzes stehen, wozu auch das Investment Banking, der Verkauf und Handel sowie der Eigenhandel gehören.

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-methodology. 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. Strategien wenden ESG-Analysen je nach der Region unterschiedlich an und integrieren die Ergebnisse auf verschiedene Weise. Die Einbeziehung von ESG-Faktoren oder Aspekten des nachhaltigen Investierens könnte die Fähigkeit von UBS beeinträchtigen, bestimmte Anlagechancen zu nutzen oder zu empfehlen, die andernfalls zu den Anlagezielen des Kunden oder der

Kundin passen würden. Die Renditen eines Portfolios, das ESG-Faktoren oder Erwägungen des nachhaltigen Investierens einbezieht, sind unter Umständen geringer oder höher als die eines Portfolios, bei dem UBS keine ESG-Faktoren, Ausschlusskriterien oder anderen Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigt. Zudem kann ein solches Portfolio Unterschiede hinsichtlich der Anlagechancen aufweisen.

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.

USA: Vertrieb an US-Personen ausschliesslich 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 México, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd und UBS Menkul Degerler AS sind verbundene Unternehmen von UBS AG. **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.**

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

Zusatz-Disclaimer für Credit Suisse Wealth Management

Dieses Dokument erhalten Sie in Ihrer Eigenschaft als Kunde von Credit Suisse Wealth Management. Ihre personenbezogenen Daten werden gemäss der Datenschutzerklärung der Credit Suisse verarbeitet, auf die Sie an Ihrem Domizil über die offizielle Website der Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com> zugreifen können. Um Ihnen Marketingmaterial zu unseren Produkten und Dienstleistungen senden zu können, ist die UBS Group AG berechtigt, Ihre grundlegenden personenbezogenen Daten zu verarbeiten (d.h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse), bis Sie uns mitteilen, dass Sie diese Unterlagen nicht mehr erhalten möchten. Sie können die Zusendung dieser Unterlagen jederzeit durch Mitteilung an Ihren Relationship Manager widerrufen.

Soweit in diesem Dokument nicht anders angegeben und /oder abhängig von der lokalen Einheit der Credit Suisse, von der Sie diesen Bericht erhalten, wird dieser Bericht von der Credit Suisse AG verteilt, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassenen und regulierten Unternehmen. Die Credit Suisse AG ist ein Unternehmen der UBS Group.

Fassung D/2023. CIO82652744

© UBS 2023. Das Schlüsselssymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.

