

UBS House View

Monthly Letter | 24. April 2025 | Chief Investment Office GWM, Investment Research

Sonderstellung noch intakt?

Das Konzept der Sonderstellung der USA wird derzeit kritisch hinterfragt. Die politische Unsicherheit hat die jüngste Marktvolatilität noch verstärkt.

Erholungspotenzial

Wir rechnen im weiteren Jahresverlauf mit einer Erholung des S&P 500, da die Unsicherheit hinsichtlich der Zölle nachlassen und die US-Notenbank Fed die Zinsen weiter senken dürfte.

Chancen und Risiken abwägen

Anleger sollten eine regionale Diversifikation in Betracht ziehen, um Innovationschancen in den USA gegenüber den Risiken dieses Marktes abzuwägen.


Vermögensallokation

US-Aktien stufen wir mit «Attraktiv» ein. Ausserdem beurteilen wir Qualitätsanleihen positiv und betrachten Gold sowie Hedge Funds als interessante Möglichkeiten zur Portfoliodiversifikation.



Mark Haefele

Chief Investment Officer
Global Wealth Management

 **Folgen Sie mir auf LinkedIn**
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)



Unsere Einschätzungen, live mit Fragen und Antworten

Der nächste globale Livestream des CIO findet am 29. April statt.

[Klicken Sie hier, um dabei zu sein,](#)
[oder sehen Sie sich die](#)
[Aufzeichnung an.](#)

Umgang mit der Sonderstellung der USA

Im Laufe der Geschichte war die Sonderstellung der USA ein wichtiges Thema an den Finanzmärkten. Im Jahr 2025 wird dieses Konzept jedoch kritisch hinterfragt.

Laut dem Global Investment Returns Yearbook 2025 wäre eine Investition von einem US-Dollar in US-Aktien im Jahr 1900 bis Ende 2024 real (inflationsbereinigt) auf USD 2911 angewachsen. Bei einer Anlage in Nicht-US-Aktien wären es im gleichen Zeitraum nur USD 194 gewesen. Von 2020 bis 2024 schnitten US-Aktien (MSCI USA) um 72 Prozentpunkte besser ab als Aktien ausserhalb der USA (MSCI AC World ex US). Grund dafür war vor allem der Boom nach der Pandemie, in dessen Verlauf das nominale Bruttoinlandprodukt der USA um rund 35% stieg, begleitet von einem starken Wachstum der Unternehmensgewinne und rasanten technologischen Fortschritten.

Seit Jahresbeginn haben US-amerikanische Aktien jedoch um rund 15 Prozentpunkte schlechter abgeschnitten als Aktien aus anderen Ländern. Sowohl der US-Dollar als auch US-Treasuries sind von ihren historischen Mustern abgewichen und haben im Zuge der jüngsten Volatilität an Boden verloren. Die relative Versteilung der Renditekurve von US-Treasuries deutet darauf hin, dass Anlegerinnen und Anleger eine zusätzliche Risikoprämie für längerfristige US-Staatsanleihen fordern.

In wirtschaftlicher Hinsicht dürften sich die Handelszölle auf die USA stärker auswirken als auf die meisten anderen Volkswirtschaften weltweit. Weitere Restriktionen könnten den Betrieb multinationaler US-Unternehmen weltweit einschränken. Abgesehen von den Zöllen scheinen Europa und China besser positioniert zu sein, um geld- und fiskalpolitische Impulse zu setzen – bedenkt man das US-Defizit und die aufgrund der zollbedingten Inflation erschwerte Zentralbankpolitik.

Gleichzeitig dürften die vielen innovativen Unternehmen, die am US-Aktienmarkt vertreten sind, auch in den kommenden Jahren ein wichtiger Treiber für das weltweite Gewinnwachstum bleiben. Ein gut diversifiziertes globales Portfolio sollte weiterhin ein erhebliches Engagement in der weltgrössten Volkswirtschaft und dem am weitesten entwickelten Finanzmarkt beinhalten. Kurzfristig sehen wir Potenzial für eine taktische Erholung von US-Risikoanlagen, so wie dies in der Vergangenheit nach Phasen hoher Volatilität und einer pessimistischen Anlegerstimmung häufig der Fall war.

In den folgenden Abschnitten des Monthly Letter werde ich auf die Risiken für die Sonderstellung der USA eingehen und erläutern, warum wir dennoch davon ausgehen, dass US-Anlagen weiterhin Kernbestandteil gut diversifizierter globaler Portfolios bleiben sollten. Ausserdem werde ich aufzeigen, wie Anleger die aktuellen Risiken und Chancen von US-Vermögenswerten ausgewogen berücksichtigen können.

Anleger, deren Engagement in US-Aktien zu niedrig ist, können den jüngsten Abverkauf nutzen, um ihr strategisches Engagement schrittweise auszubauen.

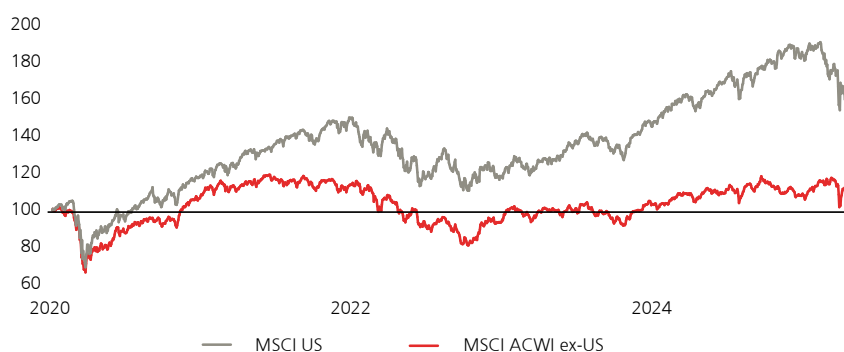
Anleger sollten Veränderungen des globalen Umfelds zum Anlass nehmen, eine Pause einzulegen, Bilanz zu ziehen und ihre Vermögensallokation zu überdenken. Wir sind der Meinung, dass Anleger, die zu Beginn des Jahres 2025 in US-Aktien untergewichtet waren, den jüngsten Abverkauf nutzen sollten, um schrittweise ein strategisches Engagement aufzubauen. Anleger mit überdurchschnittlich hohem Engagement sollten hingegen nach globalen Diversifikationsmöglichkeiten Ausschau halten.

Zur Bewältigung der kurzfristigen Volatilität empfehlen wir Anlegern, die attraktiven Renditen von US-Qualitätsanleihen zu nutzen, um sich dauerhafte Erträge zu sichern. Gleichzeitig sollten sie eine Diversifikation in Betracht ziehen, die Gold, Hedge Funds und andere globale Anleihenmärkte umfasst. Obwohl der US-Dollar kurzfristig überverkauft erscheint, sind wir der Ansicht, dass Anleger sich darauf vorbereiten sollten, ihre USD-Engagements im Falle von kurzfristigen Rallys zu reduzieren (unter anderem durch Absicherung von USD-Anlagen), um das langfristige Risiko-Rendite-Profil ihrer Portfolios zu verbessern.

Abbildung 1

US-Aktien schnitten seit Beginn des Jahrzehnts besser ab als Aktien ausserhalb der USA, seit 2025 verzeichnen sie eine Underperformance

MSCI US Index und MSCI ACWI ex US Index, umbasiert, 31. Dezember 2019 = 100



Quelle: Bloomberg, UBS, per April 2025

Sonderstellung infrage gestellt

Das Wirtschaftswachstum der USA übertraf während der letzten 25 Jahre jenes anderer Industrieländer.

Kein «aussergewöhnliches» Wachstum mehr

In den letzten 25 Jahren hat das Wirtschaftswachstum der USA das anderer Industrieländer übertroffen. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch vergleichsweise starke Produktivitätssteigerungen, ein höheres Bevölkerungswachstum und steigende Investitionen. Von 2000 bis 2024 wuchs das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) der USA durchschnittlich um etwa 2,2% pro Jahr. Im Vergleich dazu betrug das Wachstum in der Eurozone 1,4% und in Japan 0,7%.

Die Zölle werden das Wirtschaftswachstum in den USA nun wahrscheinlich verlangsamen.

Mit Blick auf die weitere Entwicklung glauben wir, dass die US-Wirtschaft im Verhältnis stärker von den Zöllen betroffen sein wird als die meisten anderen grossen Volkswirtschaften weltweit. In unserem Basisszenario rechnen wir nun für 2025 mit einem Wirtschaftswachstum in den USA von 1,5%, nachdem wir zu Beginn des Jahres noch ein Wachstum von über 2% erwartet hatten. Für 2025 erwarten wir ein Wachstum von 0,7% in der Eurozone (rund 0,2 Prozentpunkte weniger als zu Jahresbeginn) und von unter 4% in China (etwa 0,5 Prozentpunkte weniger).

Wenn die Zölle aufrechterhalten werden, dürften sie sich auch negativ auf das langfristige Wachstumspotenzial der USA auswirken. Die Einführung von Zöllen unterbricht nicht nur die aktuellen Handelsströme, sondern dürfte auch Investitionen hemmen und die Produktivität im US-Sektor für Handelsgüter schwächen.

Die Möglichkeit der USA, zusätzliche fiskal- und geldpolitische Impulse bereitzustellen, scheint begrenzter zu sein.

Eingeschränkte US-Politik

Die Wirtschaft in den USA hat sich nach der globalen Finanzkrise und der Pandemie besser entwickelt als in anderen Industrieländern, was zum Teil auf den effektiven Einsatz geld- und fiskalpolitischer Impulse zurückzuführen ist. Die Konjunkturmassnahmen der US-Regierung zur Bewältigung der Pandemie beliefen sich insgesamt auf schätzungsweise USD 5 Bio. und die Fed senkte die Zinsen auf 0,00% bis 0,25%. Die Möglichkeit der USA, zusätzliche fiskal- und geldpolitische Impulse bereitzustellen, um den aktuellen Schock abzufedern, ist hingegen eher begrenzt.

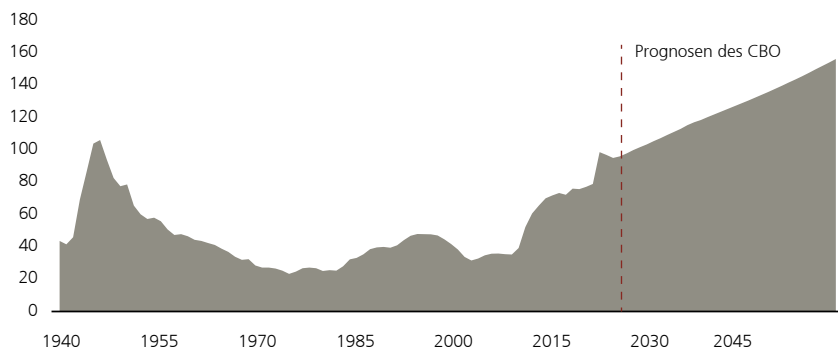
In unserem Basisszenario wird die Fed die Zinsen in diesem Jahr um 75 bis 100 Basispunkte senken. Kurzfristig scheint die Geldpolitik der Fed jedoch weniger flexibel zu sein, da sie Wachstumsbedenken gegenüber dem Risiko eines erneuten Anstiegs der Inflation abwägen muss. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell betonte, er wolle sicherstellen, dass einmalige Preissteigerungen aufgrund höherer Zölle keine Zweitrundeneffekte auslösen, die zu einer länger anhaltenden Inflation führen könnten. Während die Europäische Zentralbank, die Schweizerische Nationalbank und die Bank of England die Zinsen in diesem Jahr bereits gesenkt haben, wird die Fed mit ihrer nächsten Zinssenkung wohl bis September warten müssen.

Ausserdem erwarten wir in diesem Jahr keine zusätzlichen fiskalpolitischen Impulse in den USA. In den letzten drei Jahren verzeichneten die USA ein Haushaltsdefizit von 5,3% bis 6,3% des BIP. Angesichts einer US-Schuldenquote von 123% des BIP im Dezember 2024 und wachsender Sorgen über die fiskalpolitische Entwicklung in den USA sowohl in Washington als auch an der Wall Street rechnen wir nicht mit einem deutlichen Anstieg des Haushaltsdefizits. In unserem Basisszenario halten wir eine Verlängerung der 2017 eingeführten Steuer-senkungen für denkbar. Dies würde jedoch nur das Ausbleiben einer fiskalpolitischen Straffung bedeuten und keine neuen Impulse setzen.

Abbildung 2

Das Verhältnis der US-Staatsverschuldung zum BIP befindet sich auf dem höchsten Stand seit 1946

Von der Öffentlichkeit gehaltene US-Staatsschulden (d.h. ohne innerstaatliche Schulden), in % des BIP



Quelle: Congressional Budget Office (CBO), UBS, per April 2025

Es gibt Anzeichen dafür, dass sich die strukturellen Aussichten ausserhalb der USA verbessern.

Verlagert sich das Wachstum in andere Regionen?

Das Narrativ der «Sonderstellung» der USA in den letzten Jahren ist zum Teil auch dadurch entstanden, dass Europa und China mit strukturellen Wachstumsproblemen konfrontiert waren, während die USA ein robustes Wachstum erzielten. Die Veränderung dieses Narrativs im Jahr 2025 ist teilweise auf Anzeichen einer Verbesserung der strukturellen Aussichten in Europa und China zurückzuführen.

Die jüngsten Entwicklungen deuten auf einen positiveren strukturellen Ausblick für Europa hin, insbesondere da sich die USA von ihrer traditionellen geopolitischen Führungsrolle zurückziehen. Ein bedeutender Wendepunkt war die Entscheidung Deutschlands, seine Schuldenbremse zu modifizieren und damit die Bereitschaft für eine flexiblere Haushaltspolitik zu signalisieren, um in Verteidigung und Infrastruktur zu investieren. Auch wenn er erst vor Kurzem begonnen hat, könnte dieser Wandel zu umfassenderen Reformen in der gesamten Eurozone führen.

Im Finanzbereich könnten die steigende weltweite Nachfrage nach einer «alternativen Devisenreserve» und die Notwendigkeit, höhere Verteidigungsausgaben zu finanzieren, die Eurozone dazu veranlassen, die Emission gemeinsamer Anleihen zu überdenken. Dadurch könnten die Kapitalmärkte erweitert und die internationale Rolle des Euros verstärkt werden. Der jüngste Draghi-Bericht über die Wettbewerbsfähigkeit der EU, der sich für produktivitätssteigernde Reformen ausspricht, liefert eine Vorlage für Veränderungen.

China beschleunigt seine Bemühungen, Eigenständigkeit zu erreichen.

Unterdessen beschleunigt China seine Bemühungen, noch grössere Eigenständigkeit zu erreichen. Dabei legt das Land den Schwerpunkt auf Fortschritte in der Spitzentechnologie sowie in den Bereichen künstliche Intelligenz (KI) und saubere Energien. In den letzten Monaten ist die Regierung noch einen Schritt weiter gegangen und hat die zentrale Rolle des Privatsektors beim Vorantreiben technologischer Innovationen anerkannt.

Warum man die USA nicht ignorieren kann

In den letzten Jahren war der US-Technologiesektor ein wichtiger Faktor für die Aktienperformance.

Die grössten Wachstumschancen weltweit

In den letzten Jahren wurde die Sonderstellung der US-Aktienmärkte vor allem durch die Performance des US-Technologiesektors gestützt. Seit der Einführung von ChatGPT im November 2022 machten die Aktien der «Glorreichen Sieben» fast 60% der Gewinne des S&P 500 aus.

Wir glauben, dass der Trend von Innovationen als Treiber für die langfristige Performance der US- und damit auch der globalen Aktienmärkte anhalten wird – trotz potenzieller kurzfristiger Konjunkturprobleme und Belastungen durch Zölle.

Unseres Erachtens werden US-Unternehmen weiterhin zu den führenden Treibern des weltweiten Wachstums der Unternehmensgewinne zählen, da sie die Weltwirtschaft mit innovativen Produkten versorgen. Mit den Themen KI, Energie und Ressourcen sowie Langlebigkeit haben wir drei Bereiche identifiziert, die in den kommenden Jahren einen erheblichen Anteil am globalen Gewinnwachstum der Unternehmen haben dürften. Bei unseren Chancen aus transformativen Innovationen (TRIOs) entfallen in den Bereichen KI etwa 80%, Energie und Ressourcen etwas über 50% sowie Langlebigkeit mehr als 70% auf US-Unternehmen.

Wir erkennen attraktive Gelegenheiten in den Themen KI, Energie und Ressourcen sowie Langlebigkeit.

Nach dem jüngsten Abverkauf sind unseres Erachtens viele dieser Unternehmen jetzt attraktiver. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) globaler Technologieunternehmen auf Basis der erwarteten Gewinne der nächsten zwölf Monate nähert sich einem Niveau von knapp über 20x und liegt damit rund 20% unter dem Höchststand vom letzten Jahr.

Während die Zölle kurzfristig eine Belastung darstellen werden, ist es wichtig, dies im Zusammenhang mit einem höheren längerfristigen Wachstum zu betrachten. Im Technologiebereich gehen wir davon aus, dass die Zölle 2025 für einen Rückgang des Gewinns je Aktie um 3% bis 5% sorgen werden. Das bedeutet aber, dass die Gewinne im Technologiesektor dieses Jahr immer noch um ungefähr 15% steigen dürften. Wir gehen von weiterhin hohen weltweiten Ausgaben für die KI aus und rechnen mit einem Wachstum von 60% auf USD 360 Mrd. für 2025 und von 33% auf USD 480 Mrd. für 2026.

Unternehmen in unserem Themenbereich «Energie und Ressourcen» notieren derzeit mit einem KGV von 18x auf Basis der erwarteten Gewinne, verglichen mit einem KGV des MSCI ACWI von 23x, obwohl wir ein überdurchschnittliches und nachhaltigeres Gewinnwachstum erwarten. Einige Titel der Strategie im Bereich Elektroausrüstung, die sich zuvor gut entwickelten, werden derzeit zum oder unter ihrem jeweiligen Branchendurchschnitt gehandelt. Dies halten wir angesichts einer Vielzahl von Investitionsszenarien für KI-Rechenzentren nicht für gerechtfertigt. Wir merken an, dass sowohl Microsoft als auch Apple ihre für 2025 geplanten Investitionsausgaben für den Ausbau der Infrastruktur ihrer Rechenzentren bestätigt haben.

In Bezug auf unser Thema «Langlebigkeit» halten wir fest, dass US-Unternehmen weiterhin an der Spitze der Innovationen zur Behandlung von Stoffwechselerkrankungen wie Fettleibigkeit und Diabetes stehen, insbesondere mit GLP-1-Medikamenten. Der Umsatz mit Präparaten für Stoffwechselerkrankungen wird bis 2030 voraussichtlich mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstums-

USD-Qualitätsanleihen bleiben ein wichtiger Bestandteil der Portfoliodiversifikation.

rate (CAGR) von 12% steigen. Das Gesundheitswesen ist einer der Hauptnutznießer des Langlebigkeitstrends. Schätzungen von UBS zufolge ergibt sich hier eine prognostizierte Marktchance von USD 2,2 Bio. bis 2030.

Fixed-Income-Märkte mit hoher Markttiefe

Hochwertige USD-Anleihen werden unserer Ansicht nach auch künftig eine wichtige Rolle bei der Diversifikation von Anlegerportfolios spielen, da sie Liquidität, Erträge und Stabilität bieten.

US-Treasuries verzeichneten ebenso wie Aktien einen Abverkauf, nachdem US-Präsident Donald Trump Anfang April «gegenseitige» Zölle angekündigt hatte. Fragen bezüglich der Unabhängigkeit der Fed haben in den letzten Tagen ebenfalls zur Volatilität beigetragen. Auch wenn US-Treasuries derzeit eine «Risiko-prämie» eskomptieren, kann diese unserer Meinung nach nur begrenzt steigen. Wir glauben nicht, dass US-Treasuries grundsätzlich zu einer «Risikoanlage» geworden sind.

Im Falle einer stärkeren Abschwächung des US-Wachstums gehen wir davon aus, dass US-Staatsanleihen stark zulegen und die Rendite 10-jähriger US-Treasuries in unserem negativen Szenario auf 2,5% zusteuern würde (4,0% in unserem Basis-szenario). Ausserdem bleibt der Markt weitaus liquider als globale Alternativen und Vertreter der Fed haben ihre Bereitschaft signalisiert, einzugreifen, falls die Funktionsfähigkeit des Marktes beeinträchtigt wird.

Taktisches Erholungspotenzial

Im weiteren Jahresverlauf erkennen wir für US-Risikoanlagen ein Erholungspotenzial.

Im weiteren Verlauf des Jahres 2025 sehen wir zudem Spielraum für eine taktische Erholung bei US-Risikoanlagen.

Die Tatsache, dass die Trump-Regierung ihre Haltung hinsichtlich der Zölle als Reaktion auf die Turbulenzen an den Aktien- und Anleihenmärkten geändert hat, deutet eine gewisse Sensibilität gegenüber Stressphasen am Markt an. Dies lässt auch vermuten, dass ein «Trump-Put» in irgendeiner Form existiert. Da viele Länder den Wunsch äussern, mit den USA über Zölle zu verhandeln, und die Trump-Regierung inzwischen mehr Anreize hat, «Erfolge» zu zeigen, erwarten wir, dass es innerhalb der 90-tägigen «Pause» zu verschiedenen Abkommen oder Ausnahmen für Sektoren kommen wird. Die aktuelle Wirtschaftsumfrage CNBC All-America kam zu dem Ergebnis, dass Trump nun erstmals beim Thema Wirtschaft eine insgesamt negative Zustimmungsquote aufweist (43% Zustimmung, 55% Ablehnung).

Die negative Stimmung in Bezug auf US-Aktien deutet ebenfalls auf Spielraum für eine Rally in den nächsten zwölf Monaten hin. Im März ergab die wöchentliche Umfrage der American Association of Individual Investors (AAII), dass im Durchschnitt nur 22% der Anleger in den nächsten sechs Monaten mit steigenden Aktienkursen rechnen. In der Vergangenheit erzielte der S&P 500 in den zwölf Monaten nach dem Sinken der positiven Stimmungswerte auf unter 25% eine durchschnittliche Rendite von 16%, gegenüber einer durchschnittlichen Rendite von knapp über 9% über alle Zeiträume hinweg.

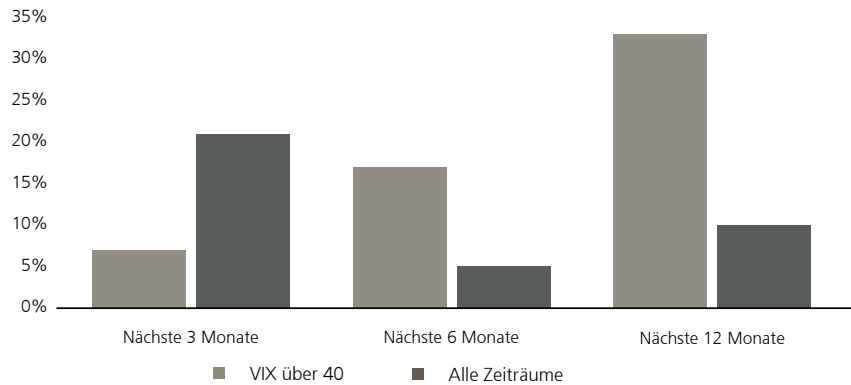
Auch nach Phasen erhöhter Marktvolatilität hat sich der S&P 500 historisch gesehen gut entwickelt. Obwohl jeder Fall anders ist, zeigen die Daten seit 1990, dass

auf einen VIX-Stand von über 40 (Anfang April erreichte der Index einen Höchststand von 60) im Durchschnitt eine Jahresrendite von über 30% beim S&P 500 folgte.

Abbildung 3

Zukünftige Renditen des S&P 500 waren in der Vergangenheit stark, wenn der VIX hoch war

Durchschnittliche Kursrendite des S&P 500 bei einem VIX über 40 gegenüber allen Zeiträumen, Daten seit 1990



Quelle: Bloomberg, UBS, per April 2025

Unserer Meinung nach sollten Anleger, die das Jahr 2025 mit einem niedrigen strategischen Engagement in US-Aktien begonnen haben, die Volatilität nutzen, um ihre Allokation zu erhöhen.

Über Volatilität hinausblicken, um strategisches Engagement aufzubauen

US-Unternehmen werden in den kommenden Jahren wahrscheinlich wichtige Treiber für das weltweite Gewinnwachstum bleiben. Daher sind wir der Meinung, dass Anleger, die das Jahr 2025 mit einem niedrigen strategischen Engagement in US-Aktien begonnen haben, die anhaltende Volatilität nutzen sollten, um ihre Allokation zu erhöhen. Wir erwarten, dass der S&P 500 bis zum Jahresende 2025 auf 5800 Punkte steigen wird, wenn die Unsicherheit über die Zölle nachlässt, die Fed die Zinsen senkt und die Anleger ihren Fokus stärker auf die Möglichkeit einer Erholung des US-Gewinnwachstums im Jahr 2026 lenken. Unseres Erachtens können schrittweise Ansätze oder Kapitalerhaltungsstrategien Anleger am mittelfristigen Wachstum teilhaben lassen und gleichzeitig das kurzfristige Timing-Risiko verringern.

Darüber hinaus identifizierten wir 20 US-Unternehmen aus verschiedenen Sektoren, die eine höhere Qualität sowie solide Geschäftsmodelle aufweisen und unseres Erachtens nach dem jüngsten Abverkauf ein gutes längerfristiges Wertpotenzial bieten. Wir sind weiterhin stark von unseren Chancen aus transformativen Innovationen in den Bereichen künstliche Intelligenz, Energie und Ressourcen sowie Langlebigkeit überzeugt.

Wir erkennen auch Diversifikationsmöglichkeiten in Europa und Asien.

Anleger, die bereits ein angemessenes oder zu hohes US-Engagement aufweisen, sollten eine Diversifikation in Gelegenheiten in Europa und Asien erwägen. Unsere Liste zum Thema «Sechs Anlagemöglichkeiten in Europa» konzentriert sich auf defensive Champions, die von der gestiegenen Marktvolatilität und von den wahrscheinlich höheren europäischen Verteidigungsausgaben sowie möglichen fiskalpolitischen Impulsen profitieren können. In Asien beurteilen wir Indien und Taiwan positiv.

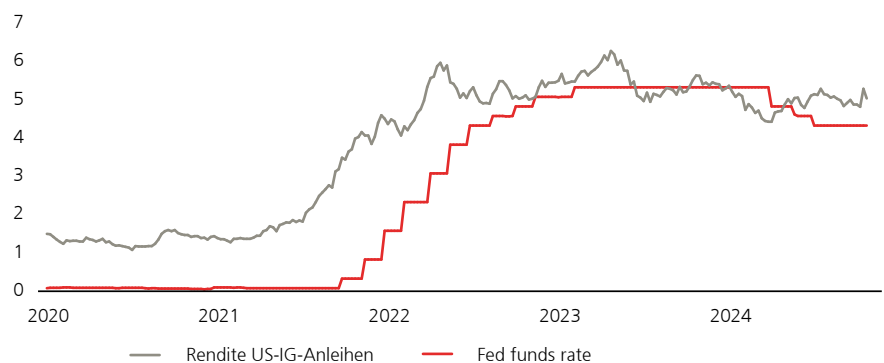
Volatilität mit Anleihen, Gold und Hedge Funds bewältigen

Da die Anleihenrenditen relativ hoch sind, die Renditekurve steiler ist und sich das Wirtschaftswachstum verlangsamen dürfte, erkennen wir eine Gelegenheit für Anleger, ihre Barmittel in hochwertige Anleihen und diversifizierte Fixed-Income-Portfolios umzuschichten. Dadurch können sie sich die aktuellen Renditen sichern, die Portfoliovolatilität insgesamt verringern und robuste zusätzliche Erträge erwirtschaften. In unserem Basisszenario erwarten wir, dass die Rendite 10-jähriger US-Treasuries bis zum Jahresende bei 4,0% liegt. Im Szenario einer harten Landung könnte sie unserer Meinung nach auf 2,5% fallen.

Abbildung 4

Renditen von US-Investment-Grade-Anleihen sind nach wie vor attraktiv

Rendite von 1- bis 10-jährigen US-Investment-Grade-Anleihen und effektive US Federal Funds Rate, in %



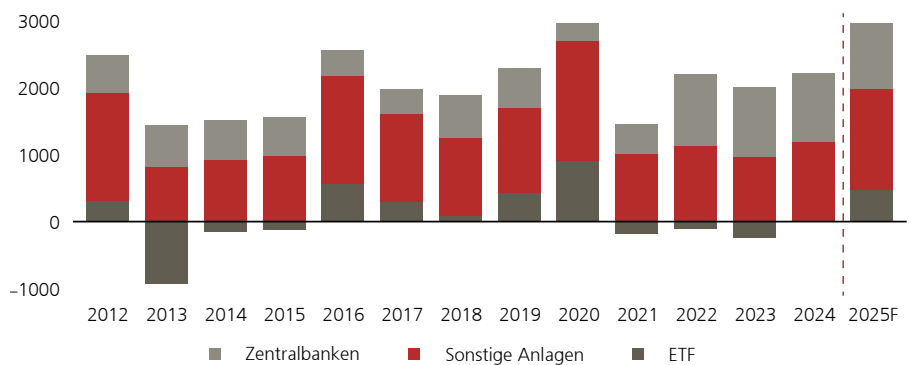
Quelle: Bloomberg, UBS, per April 2025

Gleichzeitig sollten Anleger daran denken, dass sich die langfristige Korrelation zwischen Anleihen und Aktien ändern kann. Die Zeiten beständig negativer Korrelationen zwischen Anleihen und Aktien, die wir in den 1990er-, 2000er- und 2010er-Jahren überwiegend beobachten konnten, dürften vorbei sein. Dadurch wird es noch wichtiger, alternative Diversifikatoren wie Hedge Funds und Gold in Portfolios aufzunehmen.

Abbildung 5

Hohe Zentralbanknachfrage und ETF-Käufe stützen den Goldpreis

Goldnachfrage aus verschiedenen Quellen, einschliesslich UBS-Prognosen, in Tonnen



Quelle: World Gold Council, UBS, per April 2025

Im Jahr 2025 stach die Entwicklung von Gold bisher heraus. In der letzten Zeit stiegen die Käufe börsengehandelter Fonds (ETFs) zusammen mit der fortgesetzten Zentralbanknachfrage, was das Edelmetall unterstützt. Unsere Prognose beläuft sich derzeit auf USD 3500 je Feinunze. Falls die Unsicherheit über die US-Politik aber weiter anhält und die Nachfrage nach als sicher geltenden Zufluchtsanlagen dadurch zunimmt, könnte der Goldpreis unseres Erachtens in Richtung unseres positiven Goldszenarios (also eines negativen gesamtwirtschaftlichen Szenarios) von USD 3800 je Feinunze steigen.

Der US-Dollar verzeichnete einen starken Abverkauf und könnte sich kurzfristig stabilisieren.

Auf eine Verringerung des USD-Engagements vorbereiten

Nach seinem zuletzt bemerkenswerten Abverkauf könnte sich der US-Dollar unseres Erachtens kurzfristig stabilisieren. Grund dafür ist vor allem, dass die Fed im Hinblick auf Zinssenkungen zur Vorsicht mahnt, während andere Zentralbanken infolge der sich verschlechternden Wachstumsaussichten die Zinsen senken. Solange sich die politische Unsicherheit in den USA nicht noch verstärkt, sind die aktuellen USD-Kurse unserer Auffassung nach nur gerechtfertigt, wenn die US-Wirtschaftstätigkeit stark nachlässt.

Mittelfristig wird sich die USD-Schwäche unserer Meinung nach aber fortsetzen, da sich die Wirtschaft in den USA stärker als in anderen Ländern verlangsamt und das erhöhte Zwillingsdefizit der USA stärker in den Blickpunkt rückt. Sobald die Fed mit Zinssenkungen beginnt, werden die globalen Anleger wahrscheinlich auch den Anteil ihrer Währungsabsicherung erhöhen und damit den Abwärtsdruck auf den US-Dollar erhöhen. Wir ziehen es daher vor, in Phasen einer kurzfristigen USD-Stärke die Allokation im Greenback zugunsten des japanischen Yen, des Euros, des britischen Pfunds und des australischen Dollars zu verringern. Unterdessen empfehlen wir den Verkauf des USD-Aufwärtspotenzials zur Renditesteigerung.



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

Botschaften im Fokus

Beständige Erträge anstreben

Trotz der deutlich gestiegenen Abwärtsrisiken für das Wachstum sind die Anleihenrenditen nach wie vor erhöht. Hieraus ergibt sich aus unserer Sicht eine Gelegenheit für Anleger, die dauerhafte Portfolioerträge anstreben. Erstklassige und Investment-Grade-Anleihen bieten ein attraktives Risiko-Rendite-Verhältnis und können zu einer Absicherung gegen Marktrückgänge beitragen.

Bewältigung politischer Risiken

Gold bleibt in der Nähe seiner Rekordstände und bestätigt dadurch seinen Wert als Absicherung gegen anhaltende geopolitische und politische Risiken. Wir haben unser Preisziel bis Anfang 2026 auf USD 3500 je Feinunze angehoben und sind der Meinung, dass Gold durch die Nachfrage nach Zufluchtsanlagen und strukturelle Käufe gut unterstützt ist. Wir bevorzugen, Preisrückgänge als Kaufgelegenheit zu nutzen oder defensiv in den Markt einzusteigen, um Gewinne zu schützen. Anleger, die Gewinne aufrechterhalten und gleichzeitig weiterhin am Aufwärtspotenzial partizipieren möchten, können auch Kapitalerhaltungsstrategien in Aktien nutzen. Silber stellt unterdessen eine Ergänzungsanlage dar, wobei erwartet wird, dass die Nachfrage der Anleger den Silberpreis zusammen mit Gold unterstützt.

Schrittweise Aktienanlagen

Wir erwarten zwar, dass die Volatilität kurzfristig hoch bleibt, rechnen aber mit einem Anstieg der Aktienkurse bis zum Jahresende, sobald die Trump-Regierung Abkommen zur Verringerung der Zölle vereinbart und Zinssenkungen sowie eine potenzielle fiskalpolitische Unterstützung die Anlegerstimmung verbessern. Anleger können auf die kurzfristige Volatilität reagieren und sich für ein längerfristiges Aufwärtspotenzial positionieren, indem sie schrittweise US-Aktien oder ausgewogene Portfolios kaufen oder indem sie Kapitalerhaltungsstrategien nutzen.

Nach Gelegenheiten infolge des Abverkaufs Ausschau halten

Die jüngste Volatilität schuf ausgewählte attraktive Gelegenheiten auf der Ebene einzelner Aktien und Märkte. Zahlreiche Unternehmen mit guten längerfristigen Aussichten notieren inzwischen zu attraktiveren Bewertungen. In den USA identifizierten wir 20 Unternehmen aus verschiedenen Sektoren, die eine höhere Qualität sowie solide Geschäftsmodelle aufweisen und ein gutes längerfristiges Wertpotenzial bieten. Auf dem europäischen Kontinent konzentriert sich unsere Liste zum Thema «Sechs Anlagemöglichkeiten in Europa» auf defensive Champions, die von der Marktvolatilität, den höheren Verteidigungsausgaben und fiskalpolitischen Impulsen profitieren können. In Asien bevorzugen wir Indien und Taiwan.

US-Dollar bei Kursanstiegen verkaufen

Nach der jüngsten Verkaufswelle gehen wir davon aus, dass sich der US-Dollar kurzfristig stabilisieren wird, da die Fed in Bezug auf Zinssenkungen weiterhin Zurückhaltung übt, während andere

Zentralbanken ihre Geldpolitik infolge des schwächeren Wachstums lockern. Unserer Meinung nach sind die aktuellen Dollar-Kurse nur dann zu rechtfertigen, wenn sich die US-Wirtschaftstätigkeit deutlich verschlechtert oder die politische Unsicherheit stark zunimmt. Mittelfristig rechnen wir dagegen mit einer erneuten Schwäche des US-Dollars, da sich die Wirtschaft in den USA abkühlt und sich der Fokus auf die hohen Defizite der USA richtet. Wir ziehen es vor, jede Phase kurzfristiger USD-Stärke als Gelegenheit zu nutzen, um USD-Allokationen zugunsten von Währungen wie dem Yen, Euro, britischen Pfund und australischen Dollar zu verringern.

In transformative Innovationen investieren

Wir sind weiterhin stark vom langfristigen Potenzial unserer Chancen aus transformativen Innovationen in den Bereichen künstliche Intelligenz, Energie und Ressourcen sowie Langlebigkeit überzeugt. Die jüngste Marktvolatilität belastete diese Bereiche zwar, wir betrachten sie aber als Gelegenheit für langfristig ausgerichtete Anleger, ein Engagement in Branchen aufzubauen, die unseres Erachtens weltweit mit am schnellsten wachsen werden. Schrittweise Anlagen oder Kapitalerhaltungsstrategien können helfen, die kurzfristigen Risiken zu bewältigen. Wir erkennen auch überzeugende Gelegenheiten für Anleger, die sich auf Nachhaltigkeit konzentrieren. Diese existieren insbesondere in den Sektoren Energie und Gesundheitswesen angesichts der fortgesetzten weltweiten Konzentration auf Energiesicherheit und bessere Gesundheitsergebnisse.

Mit alternativen Anlagen diversifizieren

Aufgrund der höheren Marktunsicherheit nimmt die Bedeutung der Diversifikation – sowohl innerhalb alternativer Anlagen als auch über sie hinweg – noch weiter zu. Bei Hedge Funds bevorzugen wir Long-Short-Equity-Strategien mit niedrigen Nettomarktengagements sowie Macro- und Multi-Strategy-Ansätze. An den Privatmärkten ziehen wir Privatkredite, wertorientierte Buy-outs und Sekundäranlagen, einschliesslich Infrastruktur, vor. Thematisch bevorzugen wir die Bereiche Software, Gesundheit und Klima. Wir erkennen auch gute Aussichten für hochwertige Anlagen in globalen Wohn- und Gewerbeimmobilien, insbesondere in den Segmenten Logistik, Rechenzentren und Mehrfamilienhäuser.

Kernportfolio stärken

In volatilen Marktphasen kann sich rasch herausstellen, dass einige Portfoliobereiche mit den langfristigen Zielen nicht gut vereinbar sind. Im Allgemeinen empfehlen wir Anlegern, ein «Kernportfolio» aufzubauen, das über Anlageklassen, Regionen sowie Sektoren gut diversifiziert und darauf ausgelegt ist, das Vermögen im Laufe der Zeit kontinuierlich zu steigern. Dieser Kernbestand kann neben stärker opportunistischen Ergänzungsanlagen gehalten werden. So können Anleger ihre langfristigen Ziele selbst dann weiterverfolgen, wenn die Volatilität an den Märkten und der Ergänzungsanlagen steigt.

Globale Prognosen

Wirtschaft

Reales BIP J/J, in %

	2024P	2025P	2026P
USA	2,8	1,5	0,8
Kanada	1,2	2,0	2,0
Japan	0,1	0,8	0,3
Eurozone	0,8	0,7	1,0
Grossbritannien	1,1	0,8	1,1
Schweiz	1,3	0,7	1,6
Australien	1,0	1,9	2,0
China	5,0	3,4	3,0
Indien	6,5	6,0	6,4
Schwellenländer	4,4	3,5	3,5
Welt	3,3	2,5	2,5

Inflation (durchschn. KPI) J/J, in %

	2024P	2025P	2026P
USA	3,0	3,2	3,8
Kanada	2,4	2,2	2,1
Japan	2,7	3,0	1,2
Eurozone	2,4	2,1	1,9
Grossbritannien	2,5	3,0	2,0
Schweiz	1,1	0,2	0,5
Australien	3,2	2,4	2,5
China	0,4	-0,6	-0,5
Indien	4,6	4,0	4,2
Schwellenländer	8,1	3,8	3,0
Welt	5,7	3,3	2,8

Quelle: Bloomberg, UBS, per 24. April 2025 Die jüngsten Prognosen sind der wöchentlich erscheinenden Publikation *Global Forecasts* zu entnehmen.

Anlageklassen

	Kassa	Juni 2025	Dez. 2025
Aktien			
S&P 500	5376	5500	5800
Euro Stoxx 50	5099	5000	5200
FTSE 100	8403	8200	8500
SMI	11 809	12 000	12 200
MSCI Asia ex Japan	706	678	712
MSCI China	71	68	70
Topix	2584	2500	2600
MSCI EM	1096	1050	1100
MSCI AC World	968	980	1030

Währungen

EURUSD	1.14	1.14	1.16
GBPUSD	1.33	1.36	1.38
USDCHF	0.83	0.83	0.82
USDCAD	1.38	1.40	1.38
AUDUSD	0.64	0.64	0.68
EURCHF	0.94	0.95	0.95
NZDUSD	0.60	0.60	0.62
USDJPY	143	144	140
USDCNY	7.30	7.30	7.20

	Kassa	Juni 2025	Dez. 2025
Renditen, in %			
USD 2-jährige US-Treasuries	3,87	4,00	3,75
USD 10-jährige US-Treasuries	4,38	4,25	4,00
CHF 2-jährige Eidg.	0,00	0,00	0,00
CHF 10-jährige Eidg.	0,47	0,50	0,50
EUR 2-jährige Bundesanleihen	1,75	2,00	2,00
EUR 10-jährige Bundesanleihen	2,50	2,50	2,50
GBP 2-jährige Gilt	3,92	3,75	3,50
GBP 10-jährige Gilt	4,55	4,00	4,00
JPY 2-jährige JGB	0,70	0,70	0,80
JPY 10-jährige JGB	1,34	1,20	1,20

Rohstoffe

Brent-Rohöl, in USD je Barrel	66.1	68	68
Gold, USD je Feinunze	3288	3500	3500

Quelle: Bloomberg, UBS, per 24. April 2025 Die jüngsten Prognosen sind der wöchentlich erscheinenden Publikation *Global Forecasts* zu entnehmen.

Disclaimer / Risk Information

Nicht traditionelle Anlageklassen

Nicht-traditionelle Anlagekategorien 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, Gesamtertritte 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 Anlagefonds 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 Übertragungsrestriktionen. 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 ausgegeben, 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 Kapitalabrufs 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 frühere 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 eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Prognosen, Einschätzungen und Marktpreise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäußerte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren.

Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Werte»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen oder zahlbaren Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. Mit dem Erhalt dieses Dokuments und der Informationen sichern Sie zu und garantieren gegenüber UBS, dass Sie dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen für keinen der oben genannten Zwecke benutzen oder sich dafür in anderer Weise auf dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen verlassen. 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. Wechselkurschwankungen 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 UBS Switzerland AG verteilt, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassenen und regulierten Unternehmen.

Fassung D/2024. CIO82652744

© UBS 2025. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.