

# UBS Outlook Schweiz

Juli 2024 | Chief Investment Office GWM | Finanzanalyse



## Schweizer Wirtschaft

Musterschülerin auf Abwegen?



## **UBS Outlook Schweiz**

3. Quartal 2024

Dieser Bericht wurde durch die UBS Switzerland AG erstellt.

Bitte beachten Sie die wichtigen rechtlichen Hinweise und Offenlegungen am Ende dieses Dokuments.

Regionaler CIO Schweiz:  
Dr. Daniel Kalt

Chefredaktion:  
Dr. Alessandro Bee

Redaktion:  
Agnes Zavala

Redaktionsschluss:  
14. Juni 2024

Desktop-Publishing:  
CIO Content Design

Titelbild:  
UBS

Sprachen:  
Deutsch, English, Französisch und Italienisch

Kontakt:  
[ubs.com/outlook-ch-de](https://ubs.com/outlook-ch-de)

# Editorial



Daniel Kalt  
Chefökonom Schweiz

Liebe Leserin, lieber Leser

Im März 2012 wurde die Volksinitiative «6 Wochen Ferien für alle» von zwei Dritteln der Schweizer Stimmbürger abgelehnt. Im Ausland teilweise belächelt, verweisen Beobachter gerne auf diese Abstimmung, um aufzuzeigen, aus welchem Holz unser Land geschnitzt ist. Es zeichnet sich aus durch eine Bevölkerung, in der der Subsidiaritätsgedanke tief verankert ist und die Entscheidungen mit Weitsicht und Blick auf die wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit trifft. Und auch durch direktdemokratische Instrumente, die sicherstellen, dass sich der Wille der Bürger auch in der Wirtschaftspolitik widerspiegelt.

Die Annahme der Volksinitiative für eine 13. AHV-Rente im März 2024 hat jedoch am Selbstbewusstsein der hiesigen Wirtschaftspolitik gerüttelt. Hat die Schweiz immer noch die Auszeichnung als Musterschülerin verdient oder droht sie auf Abwege zu geraten?

Dieses Schicksal hat Deutschland bereits eingeholt. Galt die Wirtschaft unseres nördlichen Nachbarn vor zehn Jahren während der Eurokrise noch als Fels in der Brandung, so wird inzwischen immer öfter diskutiert, ob aus Deutschland «der kranke Mann Europas» geworden ist. Fehlende Investitionen und Reformen sowie strategische Fehler in der Energiepolitik haben den Vorzeigestatus unterwandert. Dies manifestiert sich auch im Wachstumspotenzial. War es vor zehn Jahren noch das höchste aller grossen EU-Staaten, weist Deutschland diesbezüglich nun den geringsten Wert auf.

Auch Musterschüler sind nicht vor Turbulenzen gefeit – für uns Anlass genug, um die aktuelle Situation in der Schweiz genauer unter die Lupe zu nehmen.

Viel Vergnügen bei der Lektüre!

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'D. Kalt', written in a cursive style.

# Schweizer Wirtschaft: Musterschülerin auf Abwegen?

Der Status der Schweiz als wirtschaftspolitisches Vorzeigebispiel wird infrage gestellt durch ein schwächeres Pro-Kopf-Wachstum als in Deutschland und den USA, durch die zunehmende Konkurrenz aus Asien für hiesige Exporte und durch die fiskalischen Konsequenzen des demografischen Wandels. Land und Unternehmen sind aber in der Lage, ihren Status zu verteidigen, wenn sie die richtigen Massnahmen ergreifen, wie eine bessere Ausnützung des Arbeitsmarktpotenzials.

Alessandro Bee, Maxime Botteron, Florian Germanier, Ayal Schelling, Pascal Zumbühl, Meret Mügeli

Bei Vergleichen der Wettbewerbsfähigkeit belegt die Schweiz jeweils Spitzenplätze, was ihr das Ansehen einer Musterschülerin verleiht. Die Annahme der Volksinitiative für eine 13. AHV-Rente in diesem März hat jedoch mancherorts zu Zweifeln geführt, ob sie weiterhin gewillt ist, dieses Prestige zu verteidigen. Gleichzeitig verdeutlicht die Diskussion darüber, inwieweit Deutschland aktuell «den kranken Mann» Europas darstelle, wie rasch auch Musterschüler auf Abwege geraten können.

Auf den ersten Blick steht die Schweiz vorbildlich da – beim Wachstum, bei den Exporten und bei der Fiskalpolitik. Auf den zweiten Blick hingegen zeigen sich Herausforderungen und Risiken. Mit welchen Massnahmen kann die hiesige Wirtschaftspolitik, aber auch die einzelne Firma diese Herausforderungen überwinden und sicherstellen, dass die Schweiz und ihre Unternehmen den Vorbildcharakter behalten?

Das Prädikat Musterschüler ist kein Selbstzweck. So trägt ein starkes Rating von Kreditagenturen dazu bei, die Kreditkosten zu senken, und eine wettbewerbsfähige Exportindustrie sowie ein hohes Wachstum helfen mit, Verteilungskämpfe in der Gesellschaft zu verhindern oder wenigstens abzufedern.

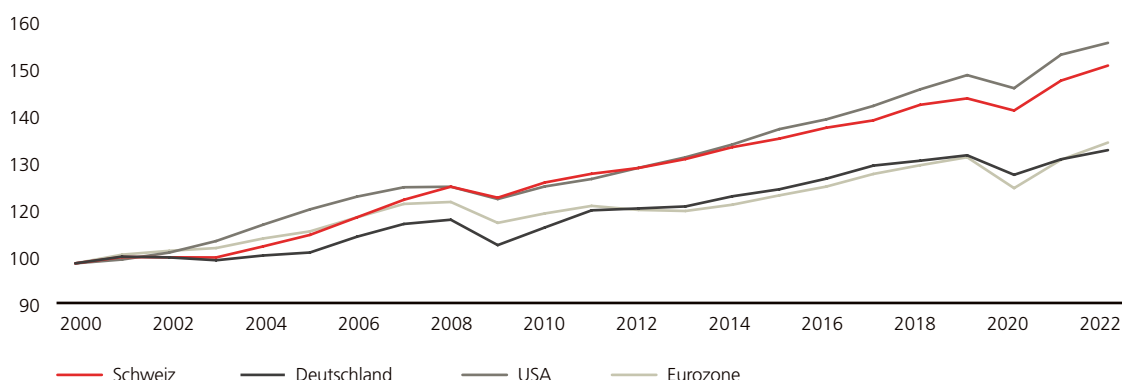
## Schweizer Wachstum auf dem Prüfstand

Die Schweiz verzeichnete in den letzten zwei Jahrzehnten eine dynamischere Wachstumsentwicklung als ihre Nachbarstaaten. Seit dem Jahr 2000 wuchs die Schweizer Wirtschaft kumuliert und real um fast 50 Prozent. Die Eurozone dagegen verzeichnete im selben Zeitraum lediglich ein Wachstum von gut 30 Prozent, die deutsche Wirtschaft konnte um weniger als 30 Prozent zulegen. Einzig die USA schnitten im Vergleich leicht besser ab, mit einem kumulierten Wachstum von knapp 55 Prozent (Abbildung 1).

Abbildung 1

### Schweiz wächst stärker als Nachbarstaaten

BIP, real, indiziert 2000 = 100



Quellen: OECD, UBS

Die Schweiz zeichnet sich zudem durch eine hohe Arbeitsmarktbeteiligung aus. Mit 84,1 Prozent ist die Erwerbsquote hierzulande deutlich höher als in den USA (74 Prozent), der Eurozone (74,5 Prozent) oder in Deutschland (79,7 Prozent).

### Schweiz vor Nachbarstaaten, aber hinter USA

Ein vertiefter Blick auf die Entwicklung des Wirtschaftswachstums zeigt aber auch, dass die Schweiz im internationalen Vergleich teilweise an Vorsprung verloren hat. So verzeichnete zwar das Schweizer Bruttoinlandprodukt (BIP) pro Kopf seit der Jahrtausendwende einen Anstieg von über 20 Prozent und übertraf damit das Wachstum der Eurozone. In Deutschland betrug der Anstieg der Pro-Kopf-Wirtschaftsleistung jedoch knapp 25 Prozent und in den USA gar mehr als 30 Prozent (Abbildung 2).

Erklären lässt sich das stärkere Wachstum von Deutschland damit, dass in den letzten 20 Jahren deutlich mehr Personen in den Arbeitsmarkt integriert wurden. Lag die deutsche Erwerbsquote zur Jahrtausendwende noch bei 65 Prozent, stieg sie jüngst auf über 79 Prozent an und hat damit den Abstand zur Schweiz deutlich verringert (Differenz um knappe 4,5 Prozentpunkte).

Der stärkere Anstieg des deutschen Pro-Kopf-Wachstums dürfte also vor allem auf eine stärkere Arbeitsmarktbeteiligung zurückzuführen sein. Betrachtet man das um den Effekt der zunehmenden Arbeitsmarktbeteiligung bereinigte Wachstum pro erwerbstätige Person, verzeichnet die Schweiz hingegen einen um 3 Prozentpunkte höheren Anstieg als Deutschland.

Gegenüber den USA weitet sich der Rückstand unter Berücksichtigung der Erwerbstätigen allerdings gar aus. So betrug der Anstieg des US-BIP pro erwerbstätige Person seit 2000 über 30 Prozent, während die Schweiz lediglich eine Erhöhung von rund 15 Prozent verzeichnete. Ein Teil des stärkeren US-Wachstums dürfte durch den Technologiesektor getrieben sein. Ohne diesen liegt das kumulierte Wachstum der gesamten Wirtschaft in den USA seit 2000 bei knapp 50 Prozent und damit ähnlich hoch wie in der Schweiz. Pro Kopf bleibt das US-Wachstum aber auch ohne den IT-Sektor stärker als in der Schweiz.

Zu bedenken ist jedoch, dass sich seit 2007 die staatliche Verschuldung pro Kopf in den USA verdreifacht hat, während sich der Anstieg in der Schweiz auf unter 50 Prozent belief. Dies legt nahe, dass das stärkere Wachstum in den USA durch fiskalpolitische Impulse ermöglicht oder zumindest unterstützt wurde.

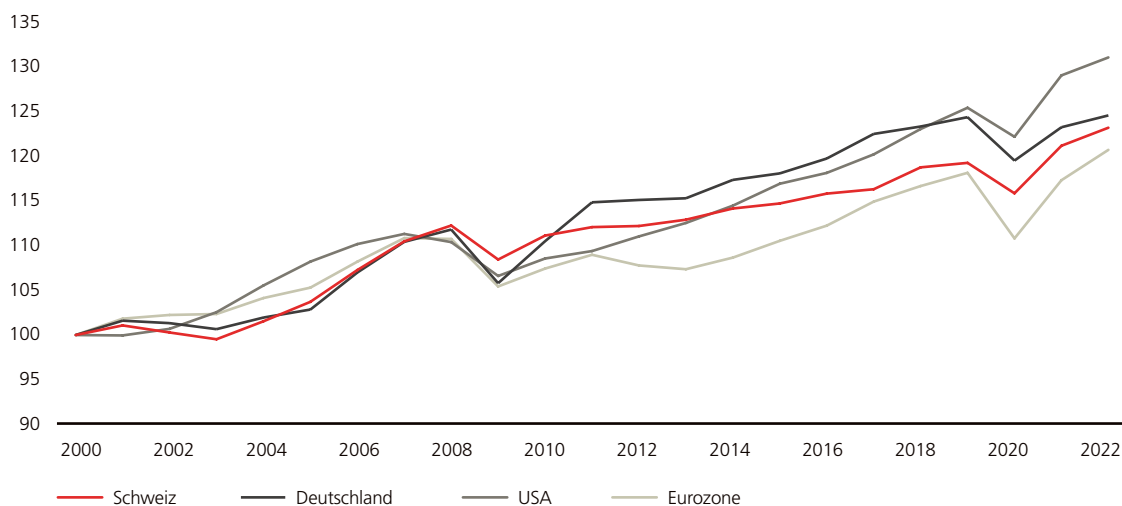
### Arbeitsmarktpotenzial noch vorhanden

Die Schweiz weist gemessen am BIP eine Staatsverschuldung von unter 40 Prozent aus, während sich dieser Wert in Deutschland auf fast 70 und in den USA gar auf über 100 Prozent beläuft. Angesichts dieser vergleichsweise tiefen Staatsverschuldung in der Schweiz stellt sich die Frage, ob der Staat den fiskalpolitischen Spielraum ausnutzen sollte, um das Produktivitätswachstum zu steigern. Relativ zum BIP ist der IT-Sektor hierzulande nur halb so gross wie in den USA. Mit Massnahmen wie dem vermehrten Einsatz von Patentboxen könnte die Schweiz diese Branche gezielt fördern.

Abbildung 2

### Schweiz fällt bei Pro-Kopf-Wachstum zurück

BIP pro Kopf, real, indexiert 2000 = 100



Quellen: OECD, UBS

Trotz der hohen Arbeitsmarktbeteiligung besteht auch in diesem Gebiet noch Potenzial. So ist die Erwerbsquote bei älteren Arbeitskräften im internationalen Vergleich relativ tief und die Teilzeitarbeit überdurchschnittlich hoch. Mit einem Anteil von circa 12 Prozent ist die Schweizer Erwerbsquote von Personen, die 65 Jahre oder älter sind, nur halb so hoch wie in den USA. Gleichzeitig besitzt die Schweiz den zweithöchsten Anteil an Teilzeitarbeit im Vergleich zu den EU-Staaten.

Mit finanziellen Anreizen wie beispielsweise der Subventionierung externer Kinderbetreuung, der Individualbesteuerung oder steuerlichen Vorteilen für ältere Arbeitskräfte könnte der Schweizer Staat somit seinen finanziellen Spielraum nutzen, um das bestehende Arbeitskräftepotenzial besser auszuschöpfen.

### Solides Exportwachstum?

Die Schweizer Warenexporte haben sich in den letzten 20 Jahren trotz Frankenstärke solide entwickelt. Die nominalen Exporte haben sich mehr als verdoppelt, von 127 Milliarden Franken im Jahr 2000 auf 274 Milliarden Franken im Jahr 2023. Auch real gesehen fiel das Wachstum in diesem Zeitraum positiv aus, wenn auch weniger stark (40 Prozent).

Ein genauer Blick auf die einzelnen Sektoren zeigt, dass die Pharmaindustrie der Haupttreiber hinter diesem Wachstum ist, sowohl nominal als auch real betrachtet. Seit dem Jahr 2000 sind die Pharmaexporte wertmässig um 375 Prozent gestiegen (real um 120 Prozent) und machen inzwischen über 40 Prozent der Warenexporte aus (Abbildung 3).

Weitere Wachstumsimpulse kamen aus dem Bereich der Präzisionsinstrumente und der Uhrenindustrie. Die Uhrenexporte stiegen zwischen 2000 und 2023 nominal um 160 Prozent und machen inzwischen 10 Prozent der Schweizer Warenexporte aus. Seit dem Jahr 2000 werden zwar weniger Uhren exportiert, die Uhrenindustrie erzielte aber dank der erhöhten Nachfrage nach Luxusmodellen dennoch höhere Umsätze. Dieser Preiseffekt widerspiegelt sich in der nominalen Betrachtung der Exporte.

Durch Innovation und Qualität kann sich also die Schweizer Exportindustrie mit ihren hoch spezialisierten Gütern dem intensiven Preiswettbewerb zu einem gewissen Grad entziehen.

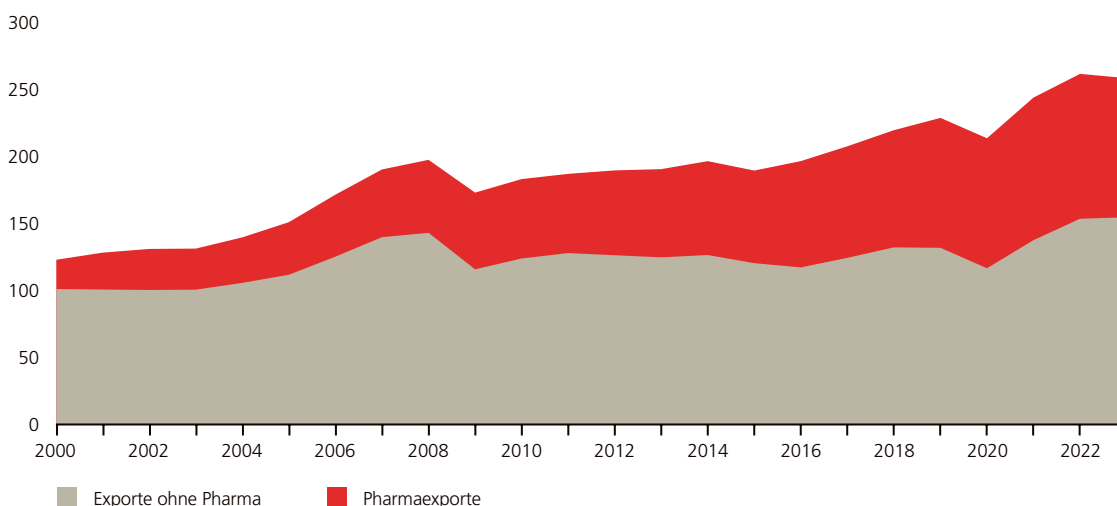
### Stagnierende Branchen und lauernde Gefahren

Doch nicht alle Branchen verzeichneten eine so positive Entwicklung. Besonders in den wichtigen Bereichen Maschinen und Elektronik waren die Exporte in den letzten rund 20 Jahren nominal als auch real rückläufig. Dies zeigt, dass Branchen wie die Maschinenindustrie unter zunehmender ausländischer Konkurrenz leiden. Aktuelle Beispiele wie die deutsche Automobilindustrie verdeutlichen, dass auch spezialisierte Vorreiterbranchen nicht vor ausländischer Konkurrenz gefeit sind: Deutsche Automobilhersteller stehen besonders im Bereich Elektromobilität unter Druck durch chinesische Wettbewerber.

Abbildung 3

### Exportwachstum getrieben durch Pharmabranche

Nominale Warenexporte, in Milliarden Franken



Quellen: Macrobond, UBS

Die hohe Exportabhängigkeit von Pharmaprodukten wirft Fragen zu Konzentrationsrisiken der Schweizer Volkswirtschaft auf. Zwar haben Pharmaproduzenten dank ihrer Erfahrung und hohen Qualitätsstandards einen komparativen Vorteil im globalen Wettbewerb, doch dieser Vorsprung schrumpft. Der asiatische Markt, insbesondere China, hat der Schweizer Pharmaindustrie in den letzten Jahren wichtige Wachstumsimpulse geliefert und dürfte auch in Zukunft ein bedeutender Absatzmarkt sein. Gleichzeitig hat die chinesische Pharmaindustrie aufgeholt und stellt eine ernst zu nehmende Konkurrenz dar.

**Ausschöpfung des Innovationspotenzials**

Aufgrund des hohen Kostenniveaus muss die Schweiz stärker als andere Länder auf Innovation und Technologievorsprung setzen, um im globalen Wettbewerb bestehen zu können. Nimmt man die Start-up-Dichte als Mass für Innovation und Technologieführerschaft, dann schneidet die Schweiz im internationalen Vergleich gut ab (Abbildung 4). Ein Grund für dieses positive Resultat ist die hohe Innovationsfähigkeit: Im Global Innovation Index (GII) belegte die Schweiz 2023 zum 13. Mal in Folge den Spitzenplatz von 132 Ländern.

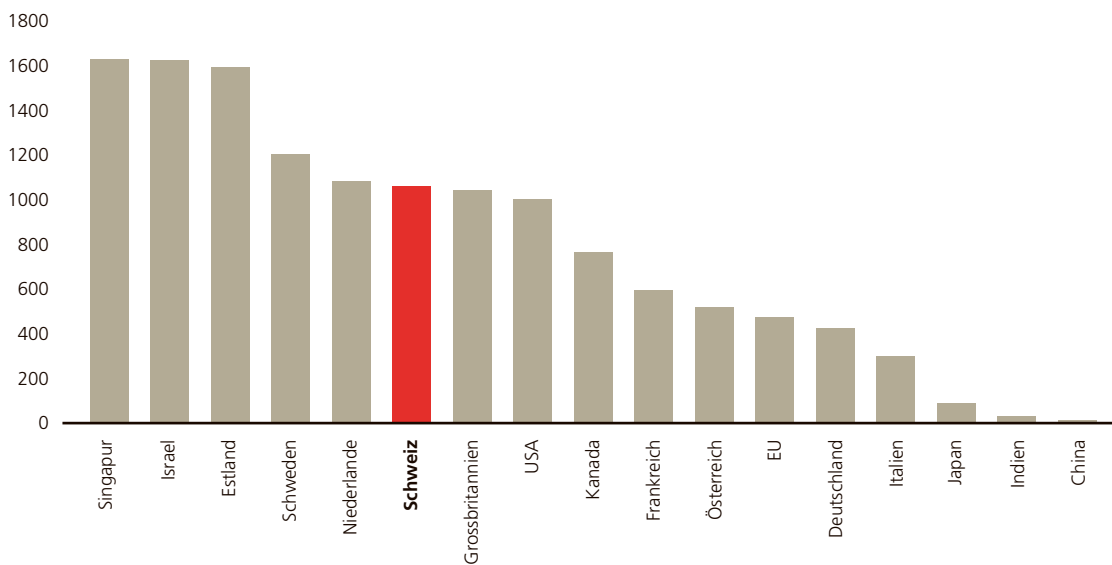
Dennoch gibt es Verbesserungspotenzial. Ein Problem sind politische Streitigkeiten mit der EU: Im Juli 2021 wurde die Schweiz auf den Status eines «nicht assoziierten Drittstaates» herabgestuft, wodurch sich der Zugang zum Rahmenprogramm Horizon Europe für Schweizer Forschende erschwerte. Dies behindert die Zusammenarbeit und belastet den Forschungsstandort Schweiz. Zudem sind solche Einschränkungen ärgerlich, da Schweizer Unternehmen und Start-ups aufgrund des kleinen heimischen Marktes in vielen Bereichen – wie Absatz und Finanzierung – auf das Ausland angewiesen sind.

Gemäss einem Bericht von BAK Economics (2023)<sup>1</sup> stellen ausserdem die zahlreichen Business-Regulierungen ein Hindernis für die hiesige Industrie dar. Laut der Studie äussert sich die hohe Regulierungsdichte mitunter in einer relativ langen Verfahrensdauer, etwa bei Firmengründungen und Produktzulassungen. Der lange Verfahrensaufwand lässt ausserdem auf mangelnde Digitalisierung, insbesondere bei öffentlichen Dienstleistungen, schliessen. Innovation und Technologieführerschaft sind jedoch entscheidend, um bestehende Branchen zu stärken und neue Sektoren zu erschliessen, wodurch sich das Klumpenrisiko verringert.

Abbildung 4

**Relativ hohe Start-up-Dichte in der Schweiz**

Anzahl der Start-ups pro Million der Erwerbsbevölkerung (16 bis 64 Jahre), 2023



Quellen: Dealroom.co, Vereinte Nationen, UBS

<sup>1</sup> Siehe BAK Economics (2023): Global Industry Competitiveness Index (GICI) 2023 – Analyse der Wettbewerbsfähigkeit der chemisch-pharmazeutischen Industrie der Schweiz. Studie von BAK Economics im Auftrag von scienceindustries Wirtschaftsverband Chemie Pharma Life Sciences.

## Demografie als fiskalische Herausforderung

Die Schweiz kann man durchaus eine fiskalpolitische Musterschülerin nennen. Der Verschuldungsgrad als Anteil am BIP von 52 Prozent (nach Berechnungsart des Internationalen Währungsfonds) im Jahr 2000 ist auf 39 Prozent im Jahr 2022 gesunken. In dieser Zeitspanne verdoppelte sich in den USA die Schuldenquote (Abbildung 5).

Die Fiskalpolitik der Schweiz steht in den kommenden Jahren aber vor grossen Herausforderungen. Dazu gehören das Netto-Null-Ziel für Treibhausgasemissionen und die veränderte geopolitische Lage. Während 1991 noch Ausgaben in der Höhe von 1,3 Prozent in die Landesverteidigung flossen, waren es 2021 nur noch 0,7 Prozent. Eine Erhöhung der Verteidigungsausgaben auf 1 Prozent des BIP würde zu jährlichen Mehrausgaben von rund 2,5 Milliarden Franken führen. Nimmt man gar die Vorgabe der Nato von 2 Prozent des BIP als Messlatte, müssten die Mehrausgaben pro Jahr um über 10 Milliarden Franken steigen.

Die grösste Herausforderung stellt jedoch der demografische Wandel dar. In der Schweiz leben im Vergleich zur Erwerbsbevölkerung immer mehr Rentner und die hiesige Lebenserwartung nimmt stetig zu. Diese Verschlechterung des Altersquotienten bringt die AHV unter Druck und eine alternde Bevölkerung führt zu höheren Ausgaben im Gesundheitsbereich (zum Beispiel bei der Langzeitpflege).

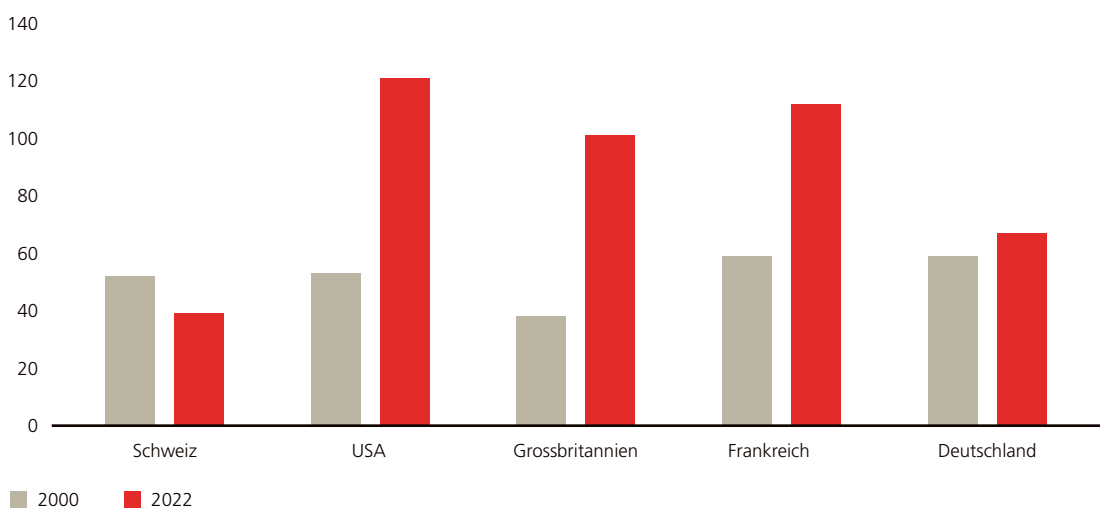
Der Einfluss auf die Bundesfinanzen ist schwierig abzuschätzen, da sich der demografische Wandel über die nächsten Jahrzehnte vollziehen wird und deshalb Schätzungen sehr sensibel auf zugrunde liegende Annahmen (beispielsweise über das Wachstum) reagieren. Das Eidgenössische Finanzdepartement geht davon aus, dass bis 2060 die Schuldenquote der Schweiz ohne Gegenmassnahmen um 20 Prozentpunkte ansteigen dürfte, was die Fortschritte der letzten 30 Jahre zunichtemachen würde. Die UBS-Studie *Die Zukunft der AHV: Eine Frage der Perspektive* schätzt, dass die zusätzlichen Kosten, die in den nächsten Jahrzehnten aufgrund des demografischen Wandels entstehen, gar auf das Dreifache des heutigen BIP anwachsen könnten.

Die Annahme der Initiative für eine 13. AHV-Rente akzentuiert die zukünftigen fiskalischen Ungleichgewichte. Nach Berechnungen des Bundesamtes für Sozialversicherungen führt die 13. AHV-Rente alleine in der Periode von 2026 bis 2033 zu einer Verschlechterung des AHV-Ergebnisses um kumuliert über 30 Milliarden Franken. Nach langen Jahren auf dem Pfad der fiskalischen Tugendhaftigkeit droht die Schweiz künftig von diesem abzukommen.

Abbildung 5

### Vorbildliche Schweizer Fiskalpolitik in den letzten zwei Jahrzehnten

Staatsschulden in Prozent des BIP (nach der Definition des Internationalen Währungsfonds)



Quelle: Macrobond, UBS



### **Kombination von Massnahmen für Stabilisierung**

Massnahmen sind in zwei Richtungen denkbar, wenn nicht in Kauf genommen werden möchte, dass der Schuldenstand massiv ansteigt: Entweder müssen die Einnahmen erhöht oder die Ausgaben gekürzt werden.

Gemäss Berechnungen von UBS müssten die AHV-Beitragsätze um fast 2 Prozentpunkte angehoben werden, um die 1. Säule unseres Altersvorsorgesystems wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Bei der Mehrwertsteuer bräuchte es hierfür eine Erhöhung um 2 bis 3 Prozentpunkte. Hier sind die Vorschläge zur Finanzierung der 13. AHV-Rente allerdings nicht berücksichtigt. Diese einnahmenseitigen Massnahmen bedeuten aber gleichzeitig, dass den Konsumenten Kaufkraft abgeschöpft wird.

Auf der Ausgabenseite hätte eine Erhöhung des Rentenalters auf 67 Jahre für beide Geschlechter vor der Annahme der 13. AHV-Rente fast gereicht, um den Haushalt der 1. Säule wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Hinzu kommt, dass eine Erhöhung des Rentenalters gleichzeitig das Arbeitskräftepotenzial erhöht. Eine längere Lebensarbeitszeit führt allerdings nicht zu einer Reduktion bei den Gesundheitskosten. Das legt eine Kombination von verschiedenen Instrumenten nahe.

### **Massnahmen nötig, um Musterschülerin zu bleiben**

Die Schweiz kann ihren Status als wirtschaftspolitisches Vorzeigebild Europas beibehalten, wenn sie die richtigen Schritte in die Wege leitet. Eine bessere Ausnutzung des heimischen Arbeitsmarktpotenzials und eine Verlängerung der Lebensarbeitszeit würden das Wachstumspotenzial und die fiskalische Nachhaltigkeit unterstützen. Eine Optimierung bei Regulierungen und eine stärkere Vernetzung mit der EU sind weitere Baustellen, die angegangen werden müssten.

Eine stärkere staatliche Unterstützung, sei es bei der Innovation, aber auch bei der besseren Ausnutzung des Arbeitsmarktes, kollidiert jedoch mit der Nachhaltigkeit im Fiskalbereich. Kommt hinzu, dass es fraglich ist, ob mit staatlichen Ausgaben ältere Arbeitskräfte tatsächlich zu einer längeren Arbeitstätigkeit motiviert oder Teilzeitarbeitende zur Erhöhung ihres Pensums geführt werden können. Zuletzt stehen Massnahmen der Industriepolitik nicht in der Tradition liberaler Schweizer Wirtschaftspolitik. Hier gilt es, eine vorsichtige Abwägung vorzunehmen.

Nicht nur die Wirtschaftspolitik, auch die Unternehmen sind hier gefordert. Der Staat hat in den letzten Jahren mitgeholfen, gesamtwirtschaftliche Schocks (wie beispielsweise die Pandemie) für die Unternehmen abzufedern. Mit einem deutlich geringeren fiskalischen Spielraum können Firmen wohl weniger als bisher auf diese Unterstützung hoffen.

Eine Erhöhung des Rentenalters bedingt, dass die Unternehmen auch bereit sind, ältere Arbeitnehmende weiter zu beschäftigen und ihnen attraktive Arbeitsbedingungen anzubieten. Denn die fulminante Ablehnung der Renteninitiative – die zeitgleich mit der deutlichen Annahme zur 13. AHV-Rente stattfand – hat gezeigt, dass bei den Arbeitnehmenden heute grosse Vorbehalte gegenüber einem höheren Rentenalter vorhanden 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. 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 Optionhandel 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](http://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](http://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 B/2024. CIO82652744

© UBS 2024. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.