

Global risk radar

EU-Wahlen: Marktwirkung

3 März 2017

Chief Investment Office WM

Dirk Effenberger, strategist, dirk.effenberger@ubs.com; **Daniil Bargman**, strategist, daniil.bargman@ubs.com; **Vittorio Bosio**, strategist, vittorio.bosio@ubs.com; **James Purcell**, analyst, james.purcell@ubs.com; **Dean Turner**, CFA, economist, dean-a.turner@ubs.com

Diese Publikationsreihe hilft Anlegern, Risiken an den globalen Finanzmärkten sowie deren Auswirkungen auf Kapitalanlagen zu erkennen und zu beurteilen.

At a glance

- Schwerpunkt dieser Ausgabe des Global Risk Radar sind die Risiken im Zusammenhang mit den bevorstehenden Präsidentschaftswahlen in Frankreich. Er enthält Absicherungsvorschläge für Anleger, die ihre Portfolios gegen den Ausgang dieser Wahl absichern möchten.
- Weitere Risiken auf unserer Risikokarte – eine unerwartet frühe Drosselung der Wertpapierkäufe der EZB, eine harte Landung in China, Unsicherheit über die Politik von Trump – haben sich in unseren Augen nicht wesentlich verändert. Mit diesen Themen werden wir uns in künftigen Ausgaben des Risk Radar eingehender befassen.
- Allgemein halten wir an unserer zuversichtlichen Einschätzung der Weltwirtschaft und der Märkte in den nächsten sechs bis zwölf Monaten fest und bleiben in Aktien gegenüber erstklassigen Anleihen übergewichtet. Eine globale Diversifikation bleibt wichtig, auch bei einer Ausrichtung auf positive Aussichten. Andererseits ist es unter bestimmten Umständen durchaus gerechtfertigt, sich gegen erhöhte politische Risiken abzusichern.



Quelle: iStock

Einleitung

Auf die Finanzwelt und die Politik kommt in den nächsten Monaten ein gut bestückter Ereigniskalender zu (siehe Tabelle 1). In Europa wählen die Niederländer in der nächsten Woche ein neues Parlament, während die Deutschen im Herbst an die Urnen gehen. Doch im Augenblick richtet sich der Blick auf Frankreich, wo die Möglichkeit einer Euro-feindlichen Präsidentin nach den Wahlen im April/Mai erneut Spekulationen über ein Auseinanderbrechen der Eurozone schürt.

Trotz der zunehmenden politischen Unsicherheit in den USA und in Europa verharren gängige Indikatoren für die Anlegerängste, wie der VIX, auf Mehrjahrestiefs. Diese Diskrepanz gibt Anlass zu der Frage, in welchem Grad die Finanzmärkte diese Risiken angemessen berücksichtigen. Was Frankreich betrifft, scheint die Wahrscheinlichkeit, welche die Anleger einer Präsidentschaft von Le

Ähnliche Berichte:

- Investing in Europe: «*French elections – what if?*», 2. März
- UBS House View Monthly Letter, 23. Februar.
- French Election Watch: «*Le Pen sets out her commitments*», 10. Februar
- Global Risk Radar: «*Risikothemen 2017*», 23. Januar

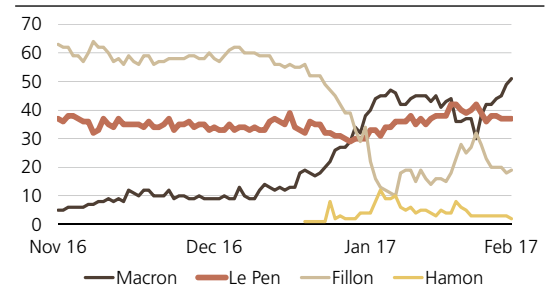
Pen beimessen (siehe Abb. 1) in etwa mit unserer Einschätzung von 40% übereinzustimmen.

Verfassungshürden und der Wunsch der Öffentlichkeit, den Euro zu behalten (siehe Abb. 2) resultieren in einer erheblich geringeren Wahrscheinlichkeit, dass Frankreich tatsächlich aus der Währungsunion austritt («Frexit»), selbst wenn Marine Le Pen Präsidentin wird. Wir messen einer Kette von Ereignissen, die tatsächlich zu einem Austritt Frankreichs aus der EWU führen würden, nur eine Wahrscheinlichkeit von 10% bis 20% bei. Die Anlageklassen, die am meisten davon betroffen wären, scheinen diesen erhöhten, aber immer noch geringen Grad der Marktnervosität widerzuspiegeln. Zum Beispiel haben sich die Risikoprämien französischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen vorübergehend auf ihre höchsten Niveaus seit der Eurokrise von 2012 ausgeweitet (82 Basispunkte (Bp.) am 22. Februar). Sie liegen aber deutlich unter dem Niveau von 150 Bp., das wir erwarten würden, sollte Marine Le Pen die Präsidentschaftswahl gewinnen. Nachfolgend legen wir eine Liste von Anlagevorschlägen für Anleger vor, die sich gegen ein solches Szenario absichern möchten.

In den USA stehen die Innen- und Aussenpolitik im Fokus der Finanzmärkte. Im letzten Monat untersuchten wir, wie eine Unternehmenssteuerreform US-Aktien unterstützen würde. Leider wurden seither kaum Details bekannt, und Präsident Trump wiederholte bei seiner Rede vor dem US-Kongress am 28. Februar lediglich sein Versprechen einer «grossen» Unternehmenssteuersenkung. Komplexe Verhandlungen könnten eine Verabschiedung der Reform im US-Kongress verhindern, was wahrscheinlich zu einer Korrektur bei risikoreicheren Anlagen führen würde. Bei der Umsetzung der Aussenpolitik hat der US-Präsident wesentlich mehr Handlungsfreiheit, und tatsächlich widmete er den Grossteil seiner Rede vor dem US-Kongress den Themen Einwanderung und Grenzkontrollen. Wir sehen eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass protektionistische Massnahmen eingeführt werden, um die Handelsbilanz der USA zu verbessern. Wenn andere Länder wie China mit Vergeltungsmassnahmen reagieren würden, würde dies dem Welthandel noch stärker schaden. Unserer Meinung nach nehmen die meisten Märkte derzeit eine potenzielle Zunahme des Protektionismus und entsprechend negative Auswirkungen auf das globale Wachstum nicht angemessen vorweg. In einer der nächsten Ausgaben des Global Risk Radar werden wir dieses Thema eingehender behandeln.

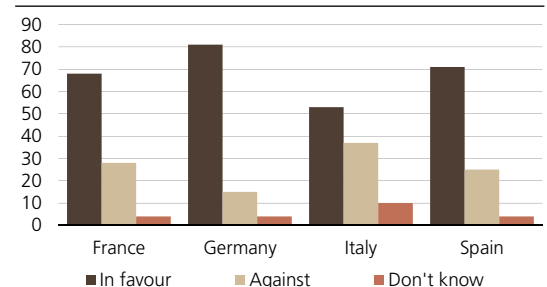
Die Politik wird 2017 zwar wichtige Auswirkungen auf die Märkte haben. Doch wir sind der Ansicht, dass die Konjunkturdaten ermutigend sind und die Marktdynamik nach wie vor eine leicht risikobereite Haltung unterstützt. Deshalb bleiben wir in Aktien gegenüber erstklassigen Anleihen übergewichtet.

Abb. 1: Vom Markt implizierte Wahrscheinlichkeit des nächsten französischen Präsidenten
In %



Quelle: PredictIt.org, per 28. Februar 2017

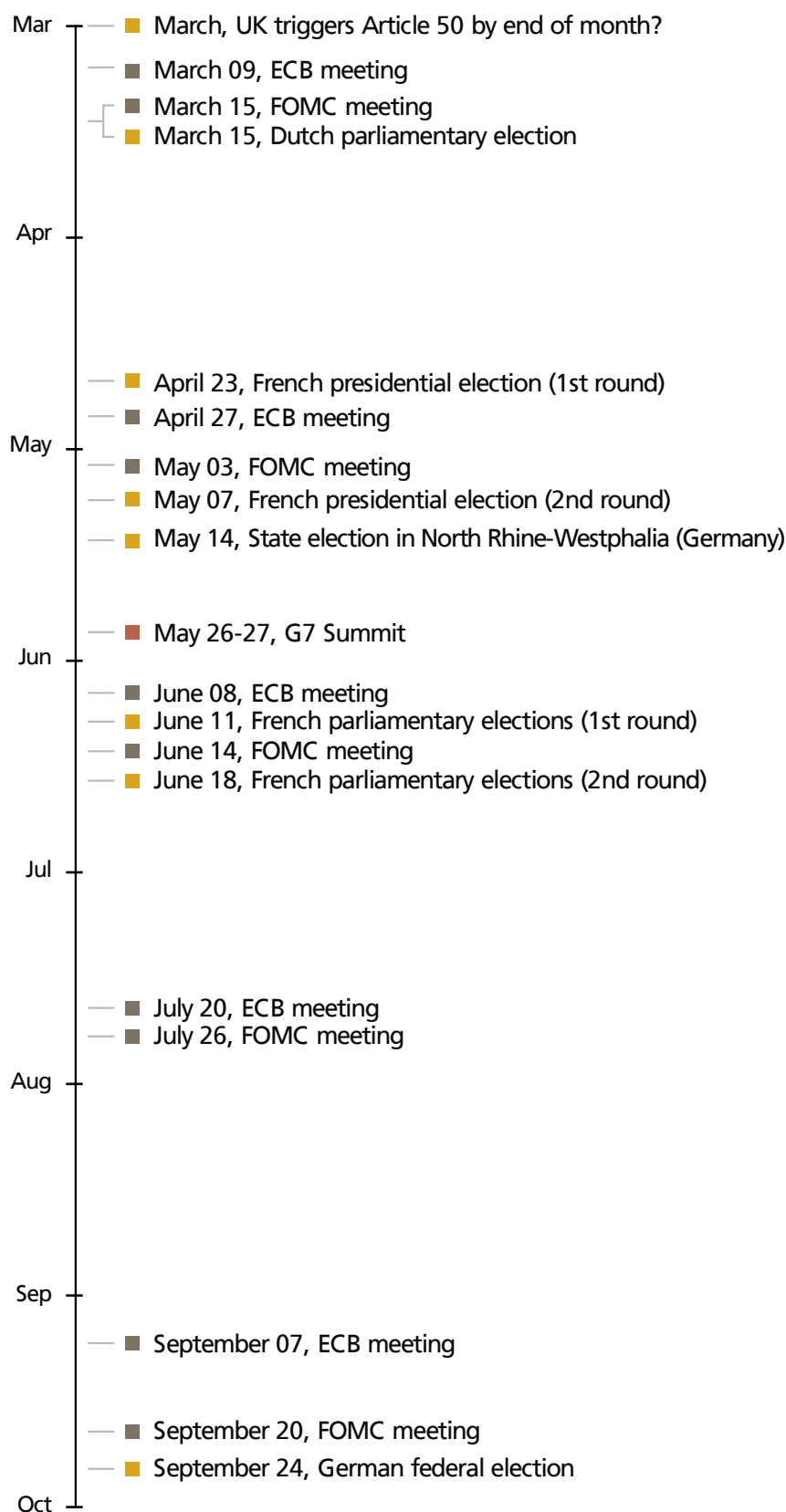
Abb. 2: Unterstützung für Euro-Mitgliedschaft in ausgewählten Ländern der Eurozone
in %



Quelle: Eurobarometer, per November 2016

Tabelle 1: Wichtige Ereignisse, die im Auge behalten werden sollten

2017 Key Events



Risk categories 2017

- Trumponomics
- Rising protectionism
- Geopolitics
- European disintegration
- Central bank policy

Ongoing monitoring

- Trumponomics
 - Trump policy with respect to:
 - 1) Tax reform
 - 2) Regulatory relief
 - 3) Fiscal spending
 - 4) Global engagement
- Rising protectionism
 - Negotiation on new and existing free trade agreements (e.g. NAFTA)
 - New tariffs on goods and services (e.g. 45% tariff on Chinese goods)
 - EU-UK negotiation
- Geopolitics
 - US-China relations (e.g. One China policy, South China Sea)
 - Geopolitics - other than US-China relations (e.g. Middle East)
 - Cyber attacks
 - Sanctions (e.g. Russia, Iran)
- European disintegration
 - Early Italian general election
 - EU refugee crisis
- Central bank policy
 - Statements by key central bank members
 - Inflation-related data (e.g. CPI, wage growth, unemployment)

Wahlen in Frankreich

Während der Populismus in den Industrieländern zunehmend zu einem wichtigen Thema wird, stehen am 23. April und 7. Mai 2017 in Frankreich Präsidentschaftswahlen an. Obwohl die Niederländer einen Monat früher wählen (am 15. März), scheint das Rennen um die französische Präsidentschaft im Augenblick das dominierende Thema für die europäischen Märkte zu sein.

Aktueller Status der französischen Präsidentschaftswahlen

In einem kürzlich publizierten Bericht unserer Kollegen vom European Investment Office beurteilte das CIO die französischen Präsidentschaftskandidaten (siehe Infobox rechts), ihre Erfolgchancen und die Auswirkungen, die ihre Politik auf die Wirtschaft und die Märkte hätte.

Unter den vier Kandidaten sticht Marine Le Pen aufgrund ihrer klaren Anti-Establishment-Ansichten und ihrer populistischen Agenda heraus. Im Falle eines Wahlsiegs von Le Pen (der das CIO eine Wahrscheinlichkeit von 40% beimisst) könnte ihre eurofeindliche Plattform enorme Störungen in der französischen Wirtschaft verursachen. Dies könnte – zumindest vorübergehend – einen Abverkauf französischer Vermögenswerte auslösen und potenzielle Folgeerscheinungen innerhalb und ausserhalb Europas haben. Wenn auch noch die Mitgliedschaft Frankreichs in der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion in Frage gestellt wird, könnte dies Befürchtungen über einen möglichen Zerfall des gemeinsamen Währungsraums und der EU als Ganzes hervorrufen.

Obwohl die Märkte Marine Le Pen als Risiko sehen (siehe Abb. 1), scheinen die Bedenken, die ihre Präsidentschaft im Hinblick auf die Wirtschaft Frankreichs und Europas hervorrufen könnte, in Anlageklassen wie französischen Staatsanleihen nur teilweise berücksichtigt (siehe Abb. 3).

Wahlszenarien für Frankreich: Le Pen oder nicht Le Pen?

Alle Präsidentschaftskandidaten mit Ausnahme von Marine Le Pen haben nur geringe Abweichungen von der aktuellen politischen Linie Frankreichs im Sinn. Vor allem dürften weder Fillon noch Macron oder Hamon im Falle eines Siegs die Mitgliedschaft Frankreichs in der Eurozone in Frage stellen. Deshalb würden die entsprechenden Risikoprämien aus den Marktpreisen wieder entfernt werden. Dies würde die Anlageklassen unterstützen, ungeachtet dessen, welche politische Agenda der erfolgreiche Kandidat verfolgt.

Im Gegensatz dazu würde die Wahrscheinlichkeit eines potenziellen französischen Austritts aus der Eurozone und möglicherweise auch aus der EU bei einem Wahlsieg von Le Pen deutlich zunehmen. Dies würde Risikoanlagen wie europäische Finanzwerte, europäische Hochzins-Unternehmensanleihen und den Euro belasten. Zudem könnte die Besorgnis über eine mögliche Rückkehr zum französischen Franc und die entsprechende Unsicherheit über die Euro-Staatsschulden Frankreichs zu einer Ausweitung der Risikoprämien französischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen auf bis zu 150

Infobox: Vorstellung der Kandidaten

François Fillon

Establishment-Kandidat der Mitte-rechts-Partei Les Républicains und ehemaliger Premierminister Frankreichs unter Nicolas Sarkozy.

Emmanuel Macron

Ehemaliges Mitglied der mitte-links orientierten Sozialistischen Partei Frankreichs und der Regierung von François Hollande, jetzt unabhängiger Kandidat der Mitte.

Marine Le Pen

Vorsitzende der populistischen Anti-Establishment-Partei Front National, die bei den letzten Präsidentschaftswahlen in Frankreich den dritten Platz belegte.

Benoît Hamon

Mitglied der regierenden Sozialistischen Partei Frankreichs, ein unbekannter Faktor, der die derzeitige sozialistische Kontrolle verlängern würde.

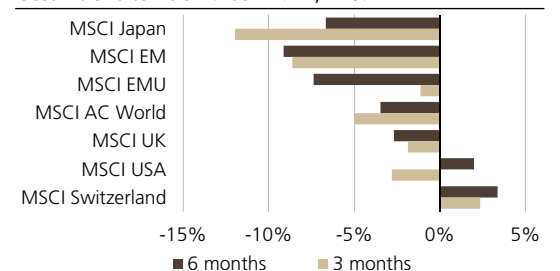
Abb. 3: Risikoprämie (Spread) von 10-jährigen französischen Anleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen



Quelle: Bloomberg, UBS, Daten per 2. März 2017

Abb. 4: Globale Aktien vor dem Höhepunkt der Eurokrise 2012

Gesamtrenditen bis 26. Juli 2012, in %



Quelle: Bloomberg, UBS, Daten per 2. März 2017

Bp. führen (siehe Abb. 3). Wir messen einem Szenario, in dem Le Pen zur nächsten französischen Präsidentin gewählt wird, eine Wahrscheinlichkeit von 40% bei. Das resultiert natürlich nicht in einer ebenso hohen Wahrscheinlichkeit eines französischen Austritts aus der EWU. Dem stehen eine Reihe von Verfassungshürden und der derzeitige Wunsch der Öffentlichkeit gegenüber, in der Eurozone zu bleiben, sodass die Wahrscheinlichkeit eines französischen Austritts wesentlich geringer ist. Einem solchen Szenario messen wir im Augenblick eine Wahrscheinlichkeit von 10% bis 20% bei.

Weitere Informationen dazu finden Sie in unserem Bericht *Investing in Europe: French elections – what if?* vom 2. März 2017.

Auswirkungen eines Auseinanderbrechens der Eurozone für Anleger: Eine historische Perspektive

Um die potenziellen Auswirkungen einer existenziellen Krise der Eurozone für die Märkte besser zu verstehen, könnte man die jüngste Geschichte heranziehen. Als die Probleme der Peripherieländer der Eurozone, insbesondere Griechenlands, mit der Tragfähigkeit ihrer Schulden 2012 die Integrität der Währungsunion in Frage stellten, begannen die Märkte das Risiko eines Auseinanderbrechens der Eurozone einzupreisen. Damals war eine Stellungnahme des EZB-Präsidenten Mario Draghi nötig, der versprach, «alles Notwendige» zur Rettung der Europäischen Währungsunion zu tun, um die Märkte zu beruhigen und eine Krise zu vermeiden.

In den Monaten vor der Rede von Mario Draghi am 26. Juli 2012 fielen die Aktienkurse und der Euro, während sichere Anleihen und der US-Dollar stiegen. Interessant war, dass einige Aktienmärkte wie Japan und Schwellenländer höhere Einbussen erlitten als Aktien aus der Eurozone. Zugleich wurden globale und EWU-Unternehmensanleihen durch eine starke Dynamik unterstützt, da sich die Anleihenkurse von früheren Krisenereignissen erholten (siehe Abb. 4 und 5).

Fallstudien wie diese unterliegen natürlich Unsicherheiten. So könnten selbst geringfügige Änderungen wie eine Verschiebung des Ausgangspunkts für die Renditeberechnung um nur einen Tag das Ergebnis erheblich beeinflussen. Darüber hinaus unterscheidet sich die wirtschaftliche Landschaft heute grundlegend von derjenigen im Jahr 2012: Aufgrund der robusteren Weltwirtschaft ist das Risiko der globalen Ausweitung eines lokalen Risikoereignisses wesentlich geringer (dies zeigt sich auch an den weltweiten Korrelationen zwischen Risikomärkten, die heute niedriger sind als vor fünf Jahren). Die höheren Aktienmarktbewertungen implizieren indes mehr Spielraum für eine potenzielle Korrektur, wenn die globalen Wachstumsaussichten in Frage gestellt werden sollten.

Anlagevorschläge für die französischen Präsidentschaftswahlen

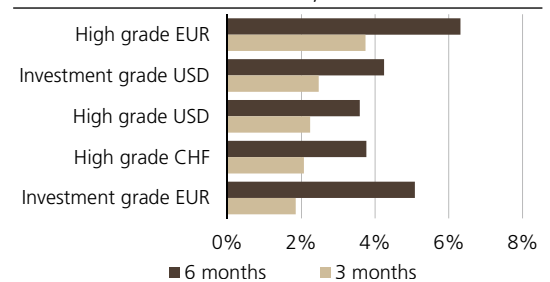
Ausgehend von den Lektionen aus der Vergangenheit und der aktuellen Wirtschafts- und Marktlage hat das CIO eine Reihe von Anlagevorschlägen entwickelt, die sich in folgenden Fällen gut entwickeln könnten:

- Wahlsieg von Marine Le Pen
- Wahlsieg eines Establishment-Kandidaten
- Jedes der beiden obigen Ergebnisse

Unserer Meinung nach könnten diese Vorschläge für Anleger interessant sein, die stark von dem einen oder anderen Wahlergebnis in

Abb. 5: Sichere Anleihen vor dem Höhepunkt der Eurokrise 2012

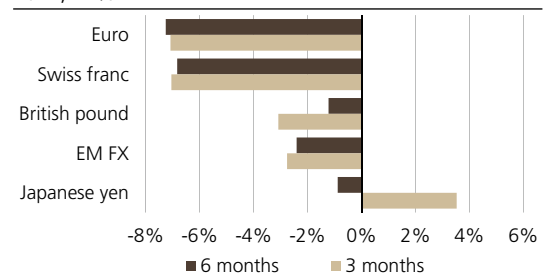
Gesamtrenditen bis 26. Juli 2012, in %



Quelle: Bloomberg, UBS, Daten per 2. März 2017

Abb. 6: Hauptwährungen vor dem Höhepunkt der Eurokrise 2012

Veränderungen gegenüber dem US-Dollar bis zum 26. Juli 2012, in %



Quelle: Bloomberg, UBS, Daten per 2. März 2017

Frankreich überzeugt sind oder ihre Portfolios einfach gegen die damit zusammenhängenden politischen Risiken in Europa absichern möchten (siehe Tabelle 2).

Tabelle 2: Anlagevorschläge für unterschiedliche Wahlergebnisse in Frankreich

Anlageklasse	Szenario 1: Le Pen siegt Wahrscheinlichkeit: 40%	Szenario 2: Le Pen verliert* Wahrscheinlichkeit: 60%	Ideen, die in jedem der beiden Szenarios funktionieren sollten
Aktien	Finanzwerte der Eurozone dürften sich schwächer entwickeln als Aktien von Nichtfinanzunternehmen	Eurozone (EWU) - Finanzwerte gegenüber Basiskonsumgüter- und Gesundheitsaktien bevorzugen	EM(U)-Gewinner
	Niederlande und die Schweiz gegenüber Frankreich und Italien bevorzugen	Französische gegenüber niederländischen und Schweizer Aktien bevorzugen	Dividendenorientierte Anlagestrategien für die Eurozone und die Schweiz
	EWU-Basiskonsumgüterwerte und -Gesundheitswerte gegenüber EWU-Finanzwerten und -Versorgern bevorzugen	EWU-Zykliker gegenüber EWU-Nichtzyklikern bevorzugen	Defensive Dividendenpapiere aus Grossbritannien
	Britische Inlandsaktien gegenüber britischen Aktien mit Engagement in der Eurozone bevorzugen	Britische Aktien mit Euro-Engagement gegenüber britischen Inlandsaktien bevorzugen	
	USA dürften EWU übertreffen		
	Short-Position im MSCI Poland, Long-Position im MSCI EM oder im MSCI Brazil		
Anleihen	US-Treasuries bieten die beste Absicherung; Risikoprämien französischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen dürfen sich auf 150 Basispunkte ausweiten	Französische Staatsanleihen dürften sich überdurchschnittlich gut entwickeln	Staatsanleihen der Peripherieländer vermeiden, ausgewählte Unternehmensemittenten bevorzugen
	Anleihen von Nichtfinanzunternehmen gegenüber Finanzwerten bevorzugen	Anleihen französischer Banken und ausgewählter Peripherieländer-Banken dürften Nichtfinanzunternehmen übertreffen	
	Emittenten aus europäischen Kernländern gegenüber Emittenten aus Peripherieländern und Frankreich bevorzugen		
	Investment-Grade-Werte dürften Hochzinsanleihen übertreffen		
	Engagement in Staatsanleihen zentral- und osteuropäischer Länder reduzieren		
	Goldminen-Anleihen kaufen		
Währungen**	Kaufen: CHF, XAU, USD, JPY, NOK gegen EUR	Kaufen: EUR	Kaufen: SEK gegen EUR
	Long-Position in USD oder BRL, Short-Position in PLN und HUF		Short-Position in PLN und HUF, Long-Position im EUR
Anlageklassen übergreifend	Put-Optionen auf den EuroStoxx 50 kaufen	Long-Position im MSCI EM gegenüber CEMBI (USD-Unternehmensanleihen aus Schwellenländern)	Gold für EUR kaufen (Gold kaufen, Euro verkaufen)

*Im Szenario 2 gehen wir von einem Wahlsieg des republikanischen Kandidaten Fillon oder des Kandidaten der Mitte Macron aus. Einen Wahlsieg des sozialistischen Kandidaten Hamon betrachten wir als unbekannten Faktor. Eine Präsidentschaft von Hamon wäre zwar unwahrscheinlich, aber vermutlich negativ für die französische Wirtschaft und die Märkte würden entsprechend reagieren.

**CHF = Schweizer Franken; XAU = Goldpreis in US-Dollar; USD = US-Dollar; JPY = japanischer Yen; SEK = schwedische Krone; NOK = norwegische Krone; EUR = Euro; PLN = polnischer Zloty; HUF = ungarischer Forint; BRL = brasilianischer Real.

Quelle: UBS, per 28. Februar 2017

Anlageargumente

In den folgenden Tabellen fassen wir die Gründe für unsere globalen Anlagevorschläge zusammen (siehe Tabellen 3.1 bis 3.3). Die Begründungen zu den europäischen Anlagevorschlägen in Tabelle 2 haben wir in unserem Bericht «Investing in Europe: French elections – what if?» vom 2. März erläutert.

Tabelle 3.1: Anlagevorschläge, die bei einem Wahlsieg von Le Pen profitieren dürften

Anlageidee	Argumente
Engagement in Staatsanleihen zentral- und osteuropäischer Länder reduzieren	Staatsanleihen von zentral- und osteuropäischen Ländern (CEE) dürfen sich in Zeiten mit erhöhter Unsicherheit über die Aussichten für Europa schlechter entwickeln als Anleihen von global orientierten, weniger auf Europa fokussierten Ländern. Die Region hat umfassende wirtschaftliche und finanzielle Verflechtungen mit der Eurozone, und die Wachstumsaussichten von zentral- und osteuropäischen Ländern hängen in signifikantem Ausmass von der Verfassung der europäischen Handelspartner ab. Eine Verschlechterung der Anlegerstimmung könnte zu Portfolioabflüssen führen. Staatsanleihen mit niedrigeren Bonitätsratings sowie höheren Verschuldungsquoten und Haushaltsdefiziten dürften am meisten darunter leiden. Wir würden Anlegern raten, aus polnischen, ungarischen, rumänischen und kroatischen Staatsanleihen umzuschichten, wenn sie der Ansicht sind, dass Marine Le Pen bei den französischen Präsidentschaftswahlen gewinnen wird. Anleihen von zentral- und osteuropäischen Mitgliedsländern der Eurozone wie Slowenien, die Slowakei, Lettland und Litauen dürften durch das laufende Wertpapierkaufprogramm der EZB etwas geschützt sein. Wir nehmen jedoch an, dass sich ihre Risikoprämien gegenüber deutschen Bundesanleihen in diesem Szenario ebenfalls ausweiten würden. <i>Tilmann Kolb (tilmann.kolb@ubs.com), Jerome Audran (jerome.audran@ubs.com), Thomas Wacker (thomas.wacker@ubs.com)</i>
Short-Position im MSCI Poland, Long-Position im MSCI EM oder im MSCI Brazil	Polnische Aktien dürften sich im Falle eines Wahlsiegs von Le Pen schwächer entwickeln als Schwellenländeraktien, da die polnische Wirtschaft intensive Beziehungen zur Eurozone hat. Darüber hinaus würde ein risikoaverses Umfeld in der Eurozone eine Verkaufswelle in Polen auslösen. Es gibt keine Impulse für eine weitere Outperformance und der MSCI Poland ist nach der jüngsten Rally teuer bewertet - vor allem Banken. Langfristig orientierte Anleger könnten im Gegenzug zur Reduzierung des Engagements im MSCI Poland beim MSCI Brazil aufstocken, da die Fundamentaldaten Brasiliens nach wie vor robust sind und weiteres Aufwärtspotenzial bieten, sobald die Volatilität abnimmt. <i>Soledad Lopez (soledad.lopez@ubs.com), Lucy Qiu (lucy-w.qiu@ubs.com)</i>
Short-Positionen in PLN und HUF, Long-Positionen im USD oder BRL	Der polnische Zloty und der ungarische Forint dürften sich im Risikoszenario eines Wahlsiegs von Le Pen schwächer entwickeln, da ihre Volkswirtschaften enge wirtschaftliche und finanzielle Beziehungen zur Eurozone pflegen und von einer Verschlechterung der Anlegerstimmung beeinflusst würden. Für eine höhere erwartete Rendite auf mittlere Sicht könnten die Anleger für die Long-Position auch den brasilianischen Real statt des US-Dollar wählen. Der Real könnte sich zwar unmittelbar nach einem Wahlsieg von Le Pen abschwächen, doch die Rückkehr Brasiliens zum Wachstum, die laufenden Reformen und der hohe Zinsvorteil dürften die längerfristigen Gesamtertragsaussichten unterstützen. <i>Tilmann Kolb (tilmann.kolb@ubs.com), Michael Bolliger (michael.bolliger@ubs.com)</i>
Goldminen-Anleihen kaufen	Die wichtigsten Renditetreiber im Falle eines Wahlsiegs von Le Pen wären: 1. der Zinsvorteil (4,3% für eine durchschnittliche Duration von 7,8 Jahren), 2. potenzielle Kapitalgewinne aus einem Rückgang der US-Treasury-Renditen (im Zuge einer Flucht in die Qualität), 3. ein Rückgang der Risikoprämien aufgrund von steigenden Goldpreisen (unterstützt durch noch negativere Realrenditen und zunehmende politische Risiken), 4. eine sinkende Kostenbasis, da ein stärkerer US-Dollar zu niedrigeren Betriebskosten von Goldminen führen würde, die zumeist in Schwellenländerwährungen anfallen. Diese Emittenten haben in den letzten Jahren auch ihre Schulden erheblich reduziert und sind damit weniger anfällig für eine Verschlechterung der Anlegerstimmung. <i>Jerome Audran (jerome.audran@ubs.com)</i>
Put-Optionen auf den EuroStoxx 50 kaufen	Siehe Begründung unten. <i>James Purcell (james.purcell@ubs.com)</i>

Quelle: UBS, per 3. März 2017

Tabelle 3.2: Anlagevorschläge, die bei einer Niederlage von Le Pen profitieren dürften

Anlageidee	Argumente
Long-Position im MSCI EM gegenüber CEMBI (USD-Unternehmensanleihen aus Schwellenländern)	In unserem Basisszenario einer Niederlage von Le Pen erwarten wir, dass Schwellenländeraktien weiter durch eine weltweite Verbesserung der Stimmung unterstützt werden und Unternehmensanleihen aus Schwellenländern übertreffen. Die Wirtschaftsaktivität in den Schwellenländern verbessert sich und die Gewinne haben die Talsohle durchschritten. Ausserdem bleibt der globale Hintergrund aufgrund der höheren Rohstoffpreise, des kräftigeren Wachstums der Weltwirtschaft und der reichlichen Liquidität vorteilhaft für Schwellenländeranlagen, insbesondere für Aktien. <i>Michael Bolliger (michael.bolliger@ubs.com), Soledad Lopez (soledad.lopez@ubs.com), Lucy Qiu (lucy-w.qiu@ubs.com)</i>

Quelle: UBS, per 3. März 2017

Tabelle 3.3: Anlagevorschläge, die in beiden Szenarien profitieren dürften

Anlageidee	Argumente
Gold für EUR kaufen (Gold kaufen, Euro verkaufen)	Wir erwarten, dass die politische und geldpolitische Unsicherheit zusammen mit negativen Realzinsen in diesem Jahr die Hauptimpulse für den Goldpreis bleiben. Rückläufige US-Realzinsen und der schwächere US-Dollar sollten in sechs Monaten Preise von rund USD 1300 je Feinunze ermöglichen. Ein schwächerer EUR gegenüber dem USD im Falle eines Wahlsiegs von Le Pen würde die Performance dieser Position zusätzlich unterstützen. <i>Giovanni Staunovo (giovanni.staunovo@ubs.com), Wayne Gordon (wayne.gordon@ubs.com), Dominic Schnider (dominic.schnider@ubs.com)</i>
Short-Position in PLN und HUF, Long-Position im EUR	In unserem Basisszenario einer Niederlage von Le Pen rechnen wir mit einem Seitwärts- bis leichten Abwärtstrend des polnischen Zloty und des ungarischen Forint gegenüber dem Euro in den kommenden Monaten. Wenn Le Pen jedoch siegt, dürften beide Währungen gegenüber dem Euro deutlich abwerten. Die Anfälligkeit gegenüber externen Risiken ist zwar geringer als vor einigen Jahren. Aufgrund der engen wirtschaftlichen und finanziellen Beziehungen hätten ein starker Stress in der Eurozone und eine Flucht der Anleger in sichere Anlagen jedoch einen signifikanten Einfluss auf die beiden Währungen. <i>Tilmann Kolb (tilmann.kolb@ubs.com), Michael Bolliger (michael.bolliger@ubs.com)</i>

Quelle: UBS, per 3. März 2017

Absicherungsvorschläge für versierte Anleger

Die Schwierigkeit einer Absicherung gegen Ereignisse wie die französischen Präsidentschaftswahlen besteht darin, dass viele der gewünschten Transaktionen von anderen Marktteilnehmern bereits vorweggenommen wurden. Anleger, die mit dem Gedanken spielen, ihre Meinung über Optionen auszudrücken, werden festgestellt haben, dass die implizite Volatilität französischer Aktien (CAC Index) für eine Laufzeit von drei Monaten und Ausübungspreis am Geld doppelt so hoch ist wie die realisierte Aktienmarktvolatilität der drei vorhergehenden Monate (siehe Abb. 7). Dies ist ein rekordhoher relativer Aufschlag für den Kauf einer Aktienmarktabsicherung.

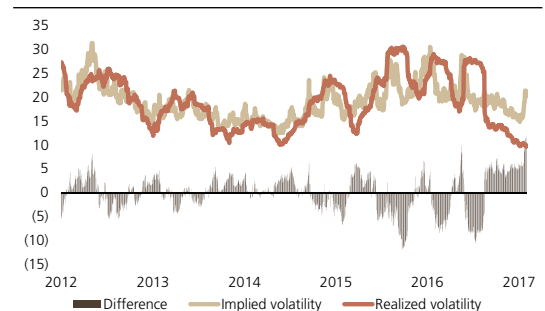
Die Nachfrage nach einer anderen potenziellen Absicherung – die implizite Volatilität des Währungspaares EURUSD – hat jedoch ähnlich stark zugenommen (die implizite Volatilität für eine dreimonatige Option am Geld liegt im Vergleich zum Vorjahr im 78. Perzentil). Damit ist der Euro ebenfalls ein schwieriger Markt für eine Absicherung. Somit muss das Blickfeld vielleicht etwas weiter gefasst werden.

Die Volatilität des EuroStoxx 50 nahm ebenfalls zu. In diesem Index haben Finanzaktien ein Gewicht von 20% und über ein Drittel der Indexunternehmen hat seinen Sitz in Frankreich. Mit über 1,1 erscheint die implizite Volatilitätsrate französischer Aktien jedoch übertrieben (siehe Abb. 8). Der Kauf einer Absicherung mithilfe von Put-Optionen auf den EuroStoxx 50 hat den Vorteil des liquidesten Aktienoptionsmarkts in Europa. Damit können Anleger eine Position zu einem künftigen Termin gegebenenfalls schnell und einfach liquidieren. Interessanterweise reagierte der Aktienoptionsmarkt nur langsam auf das Risiko eines Wahlsiegs von Le Pen. Damit ergab sich vorübergehend eine Chance für eine direkte Absicherung französischer Aktien zu günstigeren Niveaus. Sobald die konstante dreimonatige EURUSD-Laufzeit am 7. Februar den Termin der zweiten Wahlrunde am 7. Mai erfasste, nahm der interpolierte Kontrakt auch das Wahlrisiko vorweg. Französische Aktien begannen dagegen erst zwei Wochen später, das Wahlrisiko in nennenswertem Umfang zu berücksichtigen.

Verfasser: James Purcell (james.purcell@ubs.com)

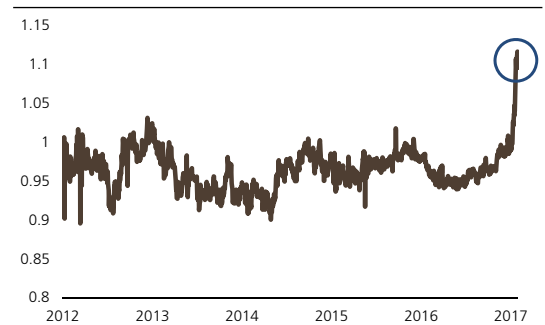
Abb. 7: Implizite und realisierte Volatilität von Indexoptionen auf den CAC 40

In %, für Put-Optionen am Geld mit Laufzeit von drei Monaten



Quelle: Bloomberg, UBS, per 28. Februar 2017

Abb. 8: Implizites Volatilitätsverhältnis von CAC-40-Put-Optionen gegenüber EuroStoxx-50-Put-Optionen



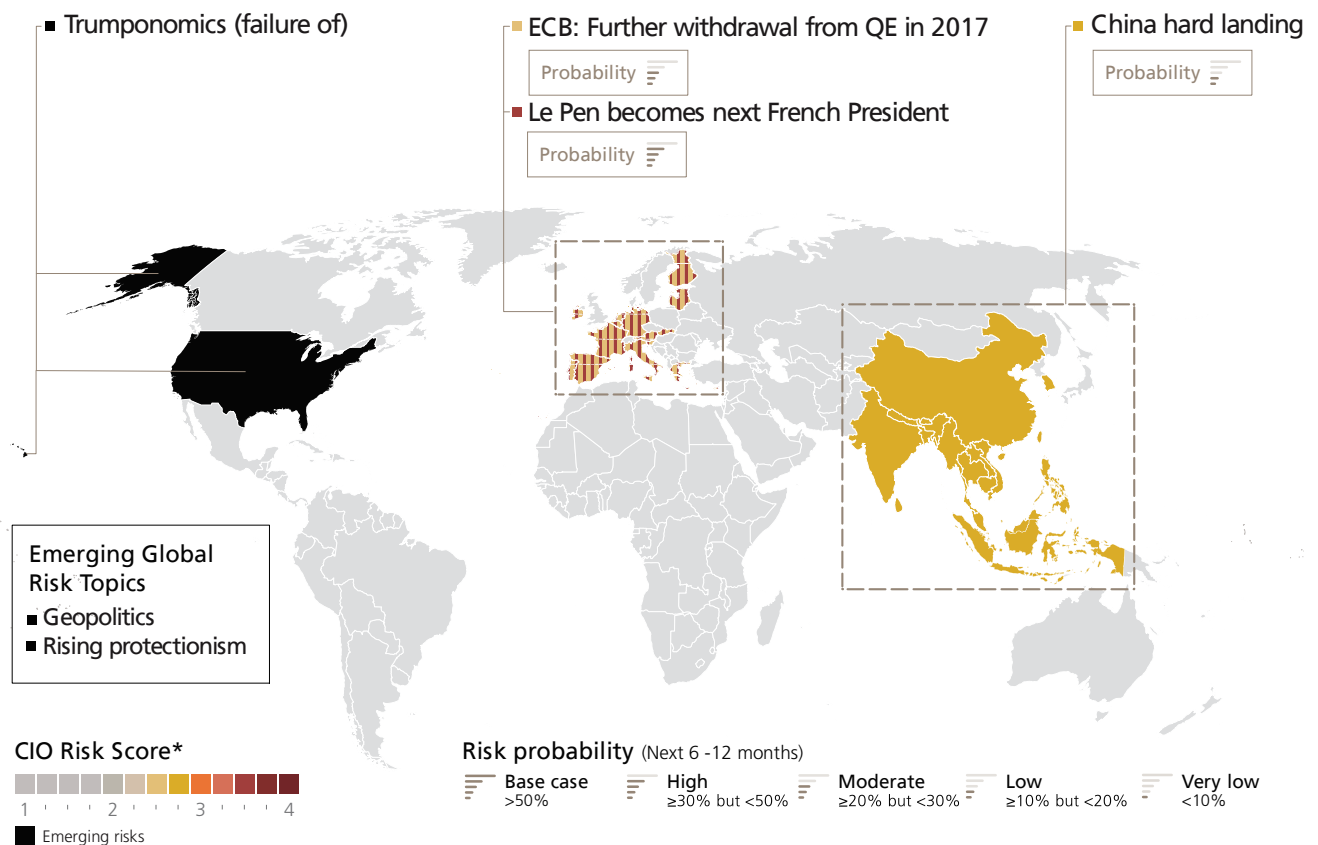
Quelle: Bloomberg, UBS, per 28. Februar 2017

Reguläres Update zu den globalen Risiken

Die aktuelle globale Risikokarte des CIO (siehe unten) wird nach wie vor von der politischen Unsicherheit dominiert. Die bevorstehenden Wahlen in Europa und die Reformagenda von Donald Trump sind eigenständige Risiken. Sie haben jedoch definitiv einen prägenden Einfluss auf den zukünftigen Welthandel und möglicherweise auch auf die Geopolitik. Zur gleichen Zeit könnte der steigende Inflationsdruck in den USA und in Europa die Zentralbanken dazu zwingen, ihre expansive Geldpolitik früher zurückzunehmen als erwartet. Nachstehend erwägen wir das Risiko einer Reduzierung der monatlichen Anleihenkäufe der EZB vor dem Ende dieses Jahres. Dies wäre eine Überraschung für die Anleger und könnte Volatilität bei europäischen Anleihen und beim Euro hervorrufen.

Auf der anderen Seite des Atlantiks beobachten wir, in welchem Umfang die politischen Ideen von Trump in Bezug auf a) Steuerreformen, b) Deregulierung, c) Investitionen und d) das globale Engagement der USA konkrete Massnahmen zeitigen werden.

Abb. 9: Globale Risikokarte



Quelle: UBS. Hinweis: Die CIO-Risikobewertung setzt sich aus vier Risikodimensionen zusammen: Wahrscheinlichkeit (voraussichtliches Eintreten innerhalb der kommenden sechs bis zwölf Monate), Dringlichkeit (wie bald es wohl zu dem Ereignis kommen würde), geografische Reichweite (das Ausmass eines regionalen / globalen Übergreifens finanzieller und wirtschaftlicher Auswirkungen) und die erwartete Marktauswirkung (wie stark die Renditen der betroffenen Anlageklassen vom Basisszenario abweichen würden). Jede Dimension kann eine Bewertung zwischen 1 und 4 aufweisen, wobei 4 das höchste Risikoniveau darstellt. Die CIO-Risikobewertung ist ein Durchschnitt der vier Risikodimensionen.

Weitere Reduzierung der Anleihenkäufe der EZB 2017

Was ist, wenn die EZB beschliesst, die monatlichen Anleihenkäufe um das 3. Quartal herum auf EUR 40 bis 50 Mrd. zu reduzieren?

Jüngste Entwicklungen

Nachdem die Inflation jahrelang ruhte, zieht der Preisdruck endlich weltweit wieder an. In einigen grossen Volkswirtschaften der Welt scheint die Inflation auf die Zentralbankziele zuzusteuern. Damit wird eine zusätzliche geldpolitische Unterstützung vorerst unnötig. Ein erwähnenswertes Beispiel ist die Eurozone. Hier dürfte die Inflation 2017 näher an das Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) von «unter aber nahe bei 2%» heranrücken.

Im Augenblick stimuliert die EZB die Wirtschaft mit einem quantitativen Lockerungsprogramm (QE), das aus dem Kauf von grossen Mengen von Anleihen besteht, um die Kreditkosten zu senken. Da sich Wachstum und Inflation in der Eurozone einem normalen Tempo nähern, kündigte die EZB vor kurzem eine Reduzierung der monatlichen Anleihenkäufe von EUR 80 Mrd. auf EUR 60 Mrd. an, die ab April 2017 in Kraft treten soll. Bis 2018 werden keine weiteren Veränderungen der Geldpolitik erwartet. Wenn die Inflation und die Gesamtwirtschaft jedoch 2017 weiterhin unerwartet stark steigen, könnte die EZB gezwungen sein, ihre QE schneller zurückzunehmen, was die Märkte überraschen würde.

Unsere Meinung

Basisszenario: Allmähliche Drosselung der Käufe ab Januar 2018

Die EZB aktualisiert ihre gesamtwirtschaftlichen Projektionen vierteljährlich, normalerweise im Rahmen einer Pressekonferenz, bei der sie bevorstehende Änderungen der Geldpolitik bekannt gibt. Wir rechnen mit einer unveränderten Geldpolitik in diesem Jahr, gefolgt von einer monatlichen Reduzierung der Anleihenkäufe ab dem nächsten Januar und einer vollständigen Einstellung der Käufe in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres. Die geldpolitische Veränderung wird vermutlich bei einer Pressekonferenz am 7. September in diesem Jahr bekannt gegeben – unmittelbar im Anschluss an die Veröffentlichung der neuen gesamtwirtschaftlichen Projektionen und mehr als drei Monate vor der tatsächlichen Umsetzung.

Risikoszenario: Senkung der Käufe auf EUR 40 bis 50 Mrd. im 3. Quartal 2017

Die geldpolitischen Entscheidungen der EZB orientieren sich zwar weitgehend an der Inflation und den Inflationserwartungen. Doch die Inflation der Eurozone selbst wird derzeit vom Rohölpreis angetrieben. Wenn sich der Ölpreis stabilisiert und vom aktuellen Niveau aus anzieht, könnten die daraus resultierenden Inflationsaussichten die EZB zu einem forcierten Rückzug vom Anleihenmarkt zwingen – vorausgesetzt, dass Marine Le Pen nicht zur französischen Präsidentin gewählt wird. Um Marktstörungen vor den französischen Präsidentschaftswahlen im April/Mai zu vermeiden, würde eine zusätzliche Reduzierung der Anleihenkäufe wahrscheinlich im Juni/ Juli bekannt gegeben und ab dem 3. Quartal in Kraft treten. Diesem Szenario messen wir derzeit eine Wahrscheinlichkeit von 20% bis 30% bei.

Fazit für die Anleger

Die Geschichte hat uns gelehrt, dass eine vorzeitige Rücknahme der QE zu vorübergehenden Verkaufswellen am Markt führen kann (ein Beispiel dafür war das «Taper Tantrum» in den USA 2013). Wenn die EZB im 3. Quartal ihre Anleihenkäufe reduziert und der

Trend

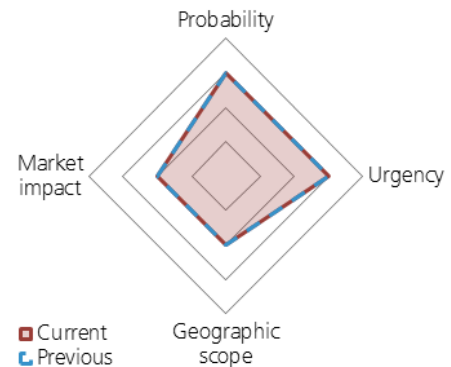
Wahrscheinlichkeit

Stable

Moderate

Risikodimensionen

CIO-Experteneinschätzung



Hinweis: Die Entfernung vom Zentrum (1 bis 4) stellt die Bewertung der Dimension dar. Die CIO-Risikobewertung ist ein Durchschnitt der vier Risikodimensionen.

Quelle: UBS, Daten per März 2017

Auswirkungen auf die Anlageklassen

Die Tabelle stellt die erwarteten Auswirkungen des Risikoszenarios auf verschiedene Anlageklassen dar, falls es eintritt: positiv (grün), negativ (rot) oder neutral (blau).

High-grade bonds

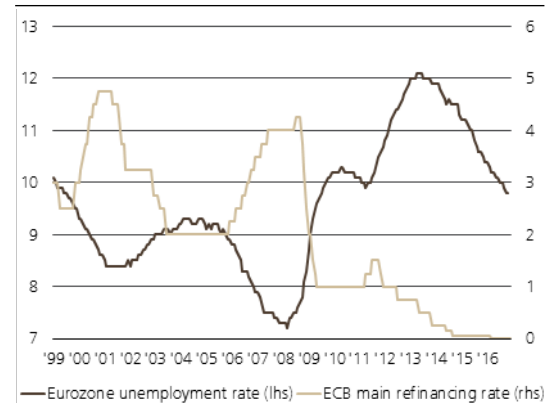


Investment grade credit



Eine niedrigere Arbeitslosenquote deutet auf eine weniger expansive Geldpolitik hin (und umgekehrt)

In %



Quelle: Haver Analytics, UBS, per 16. Januar 2017

Wichtige Daten im Blickpunkt

- **09 Mar 2017:** EZB-Pressekonferenz
- **23 Apr 2017:** Präsidentschaftswahlen in Frankreich, 1. Runde
- **27 Apr 2017:** EZB-Pressekonferenz
- **07 May 2017:** Stichwahl um die Präsidentschaft in Frankreich
- **08 Jun 2017:** EZB-Pressekonferenz

Markt diese Entscheidung als verfrüht ansieht, könnten Aktien und Anleihen der Eurozone unter Druck geraten. Sofern die fundamentalen Konjunkturdaten aber zum Zeitpunkt der Reduzierung solide sind und die EZB die Märkte rechtzeitig darauf vorbereitet, könnten die Märkte auch dies gelassen hinnehmen. Das CIO ist derzeit in Aktien und Unternehmensanleihen der Eurozone neutral ausgerichtet und bevorzugt den Euro gegenüber dem US-Dollar.

Harte Landung in China

Werden die chinesischen Immobilien- und Kreditmärkte einbrechen und eine markante Konjunkturverlangsamung verursachen?

Jüngste Entwicklungen

Vor dem Hintergrund von Strukturreformen und der anhaltenden Abkühlung am Immobilienmarkt dürfte das Wachstum in China 2017 weiter kontrolliert nachlassen. Die Konsumentenpreis-inflation (KPI) sollte gegenüber dem letzten Jahr leicht steigen, während sich die Produzentenpreis-inflation (PPI) im positiven Bereich bewegen dürfte. Die Investitionen sollten 2017 auf ein einstelliges Wachstum abbremsen, während der Konsum leicht auf eine Wachstumsrate von rund 10% abkühlen dürfte.

Wirtschaftliche Stabilität dürfte für die Regierung in diesem Jahr oberste Priorität haben, da im Oktober der Kongress des Zentralkomitees der Kommunistischen Partei ansteht. Unterdessen dürften die Strukturreformen mit moderatem Tempo fortgesetzt werden. Vor Kurzem senkte die Zentralbank die Geldmarktzinsen und signalisierte Massnahmen zur Reduzierung der Verschuldung am Interbank-Anleihenmarkt. Andererseits wird die Zentralbank an den niedrigen Leitzinsen für Kredite und Einlagen festhalten, um die Realwirtschaft zu stützen. Daneben wird die Zentralbank die Konjunktur durch Liquiditätsspritzen über verschiedene Kanäle ankurbeln, zum Beispiel durch Offenmarktgeschäfte, Kreditfazilitäten und Senkungen des Mindestreservesatzes.

Unsere Meinung

Basisszenario: Kontrolliertere Verlangsamung

Wir erwarten, dass das Wachstum in China von 6,7% im Jahr 2016 auf 6,4% im Jahr 2017 abbremsen wird. Die Fiskalpolitik wird voraussichtlich weiter für Unterstützung sorgen, um das Wachstumsziel sicherzustellen. Doch die Geldpolitik dürfte vorsichtiger werden, um die finanzielle Stabilität zu erhalten. Die Kapitalkontrollen werden wahrscheinlich weiter verschärft, um die Devisenreserven über USD 2,5 Bio. zu halten.

Risikoszenario: Harte Landung in China

Einer harten Landung in China innerhalb der nächsten sechs Monate messen wir eine Wahrscheinlichkeit von 10% bis 20% bei. Dieses Szenario definieren wir als reales BIP-Wachstum unter 6% zusammen mit einer Kreditverknappung über mehr als zwei Quartale, wobei sich die Wirtschaft aufgrund eines stärkeren Rückgangs der Investitionen und gehäufte Kreditereignisse abrupt abschwächt.

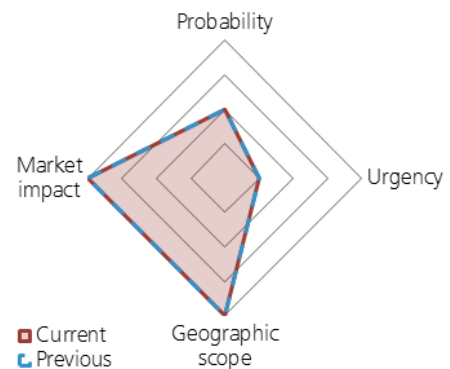
Fazit für die Anleger

- Im Jahr 2017 rechnet das CIO mit einer einstelligen Abwertung des chinesischen Yuan gegenüber dem offiziellen CFETS-Währungskorb und vertritt die Ansicht, dass es sich im Augenblick lohnt, das Wechselkursrisiko des Yuan abzusichern. Für Anleger, die sich Sorgen über eine mögliche harte Landung in China machen, könnte eine Absicherung gegen einen Rückgang des Yuan eine zusätzliche Rückendeckung darstellen.
- Unter den asiatischen Aktien bleibt China unsere bevorzugte Region. Dies wird durch unsere Erwartung einer weiteren wirtschaftlichen Stabilisierung im Land unterstützt. Zur gleichen

Trend Stable
Wahrscheinlichkeit Low

Risikodimensionen

CIO-Experteneinschätzung



Hinweis: Die Entfernung vom Zentrum (1 bis 4) stellt die Bewertung der Dimension dar. Die CIO-Risikobewertung ist ein Durchschnitt der vier Risikodimensionen.

Quelle: UBS, Daten per März 2017

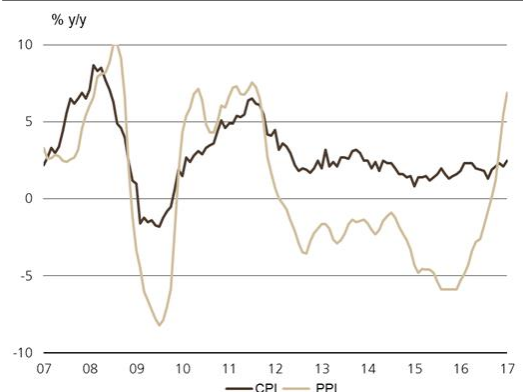
Auswirkungen auf die Anlageklassen

Die Tabelle stellt die erwarteten Auswirkungen des Risikoszenarios auf verschiedene Anlageklassen dar, falls es eintritt: positiv (grün), negativ (rot) oder neutral (blau).

US equities	Blue	Blue	Blue
Emerging market equities	Red	Red	Red
High-grade bonds	Green	Green	Green
Investment grade credit	Green	Green	Green
US dollar (USD)	Green	Green	Green

Chinas KPI und PPI

in %



Quelle: CEIC, UBS, per 28. Februar 2017

Wichtige Daten im Blickpunkt

- 07 Mar 2017:** Chinesische Devisenreserven (Februar)
- 08 Mar 2017:** Aussenhandel Chinas (Februar)
- 09 Mar 2017:** KPI- und PPI-Inflation in China (Februar)

Zeit sehen wir auf USD lautende chinesische Offshore-Anleihen als teuer an, was die Performance dieser Anlageklasse 2017 belasten könnte.

• **14 Mar 2017:** Industrielle Aktivität und Konsum in China

Disclaimer

Allgemeine Finanzanalysen – Risikohinweise: Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office WM von UBS werden durch Wealth Management und Personal & Corporate Banking oder Wealth Management Americas, Unternehmensbereiche von UBS AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt), eine Tochtergesellschaft oder ein verbundenes Unternehmen («UBS») produziert und veröffentlicht. In gewissen Ländern wird UBS AG als UBS SA bezeichnet. Dieses Material 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. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und / oder von allen Investoren erworben werden. Alle in diesem Material enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft 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 Preise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die in den Performance-Grafiken und Tabellen angegebenen Marktpreise entsprechen den Schlusskursen an der jeweiligen Hauptbörse. Der Inhalt basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. 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. 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, können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und / oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. UBS untersagt 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. Die Konjunkturprognosen des Chief Investment Office (CIO) wurden in Zusammenarbeit von CIO-Ökonomen mit Ökonomen von UBS Investment Research erstellt. Die Prognosen und Einschätzungen sind lediglich zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Informationen darüber, wie das UBS CIO WM Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research. Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Externe Vermögensverwalter und Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und / oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen. **Australien:** Diese Mitteilung wird durch UBS AG ABN 47 088 129 613 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231087) **ausgestellt:** Diese Publikation wird durch UBS AG ausgestellt und verteilt, auch wenn in vorliegendem Dokument eine gegenteilige Bestimmung enthalten ist. Die Publikation ist einzig zur Verwendung durch «Firmenkunden» gemäss der Definition in Section 761G («Wholesale Clients») des Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act») bestimmt. Unter keinen Umständen darf die Publikation von UBS AG einem «Privatkunden» gemäss der Definition in Section 761G des Corporations Act zur Verfügung gestellt werden. Die Research-Services von UBS AG stehen einzig «Firmenkunden» zur Verfügung. Die Publikation enthält nur allgemeine Informationen und berücksichtigt weder die persönlichen Anlageziele noch die finanzielle oder steuerliche Situation oder besonderen Bedürfnisse einer bestimmten Person. **Bahamas:** Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS (Bahamas) Ltd verteilt und darf nicht an Personen verteilt werden, die laut «Bahamas Exchange Control Regulations» als Bürger oder Einwohner der Bahamas gelten. **Bahrain:** UBS ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlageleistungen. **Brasilien:** Erstellt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, eine Einheit, die durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt wird. **Dänemark:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach dänischem Recht dar, kann jedoch durch UBS Europe SE, Denmark Branch, Niederlassung von UBS Europe SE, mit Geschäftssitz in Sankt Annae Plads 13, 1250 Kopenhagen, Dänemark, bei der Danish Commerce and Companies Agency unter der Nummer 38 17 24 33 eingetragen, verteilt werden. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial af UBS Europe SE, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde. UBS Europe SE, Denmark Branch, Filial af UBS Europe SE, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der «Finanstilsynet» (Danish Financial Supervisory Authority - DFSA), der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Europe SE, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Europe SE ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Privatkunden und «Prospects» von UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 125 726 944 vertrieben. Ihr Domizil ist an der 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und ist eine unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden sowie der «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution» stehende Bank. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. **Indien:** Verteilt durch UBS Securities India Private Ltd. 2 / F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefon: +912261556000. SEBI-Registrationsnummern: NSE (Kapitalmarktsegment): INB230951431, NSE (F&O-Segment): INF230951431, BSE (Kapitalmarktsegment): INB010951437. **Indonesien:** Dieses Research- oder Publikationsmaterial ist nicht zum Zwecke eines öffentlichen Zeichnungsangebots gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Umsetzungsbestimmungen ausgelegt und erstellt. Die hierin erwähnten Wertpapiere sind und werden nicht gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Bestimmungen eingetragen. **Israel:** UBS Switzerland AG ist als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der «Israel Securities Authority» steht. Diese Publikation kann keine auf Ihre persönlichen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung und / oder Markteingangsangaben zu Finanzanlagen durch entsprechend lizenzierte Anbieter ersetzen. **Italien:** Diese Publikation wird an Kunden der UBS Europe SE, Succursale Italia, Via del Vecchio Politecnico, 3, 20121 Mailand, verteilt, eine Niederlassung einer deutschen Bank, die ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Erbringung von Finanzdienstleistungen zugelassen wurde und unter der Aufsicht der «Consob» steht. **Jersey:** UBS AG, Jersey Branch, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. Dienstleistungen, die ausserhalb von Jersey erbracht werden, werden nicht von der Aufsichtsbehörde von Jersey erfasst. UBS AG, Jersey Branch, ist eine Niederlassung von UBS AG, eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft, die ihre angemeldeten Geschäftssitze in Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel und Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zürich, hat. Der Hauptgeschäftssitz von UBS AG, Jersey Branch, ist: P.O. 350, 24 Union Street, St Helier, Jersey JE4 8UJ. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS Europe SE, Luxembourg Branch, mit Geschäftssitz in der 33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. UBS Europe SE, Luxembourg Branch, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde und unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der luxemburgischen Finanzmarktaufsicht, der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Mexiko:** Dieses Dokument wurde verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., einem Unternehmen, das weder der UBS Grupo Financiero S.A. de C.V. noch einer anderen mexikanischen Finanzgruppe angehört. Die Verbindlichkeiten dieses Unternehmens werden nicht von Dritten garantiert. UBS Asesores México, S.A. de C.V., sichert keine Rendite zu. **Neuseeland:** Diese Mitteilung wird von UBS Wealth Management Australia Ltd an Kunden von UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, verteilt. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS als «Wholesale»-Anleger und / oder zugelassener Anleger («zertifizierter Kunde») in Neuseeland zertifiziert sind. Diese Publikation oder dieses Material ist nicht für Kunden bestimmt, die keine zertifizierten Kunden («nicht zertifizierte Kunden») sind. Falls Sie kein zertifizierter Kunde sind, sollten Sie keine Entscheidung auf Basis dieser Publikation oder dieses Materials treffen. Falls Sie trotz dieser Warnung Entscheidungen auf Grundlage dieser Publikation oder dieses Materials treffen, anerkennen Sie hiermit, (i) dass Sie sich möglicherweise nicht auf den Inhalt dieser Publikation oder dieses Materials verlassen können und dass die Empfehlungen oder Meinungen in dieser Publikation oder diesem Material nicht für Sie bestimmt sind, und (ii) dass Sie, soweit das Gesetz dies zulässt, (a) UBS und deren Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen (und deren Direktoren, Führungskräfte, Agenten und Berater [einzeln eine «relevante Person»]) schadlos halten für Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden und (b) auf die Durchsetzung von Rechten oder auf Rechtsmittel gegenüber der relevanten Person für (oder in Bezug auf) Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden, verzichten. **Niederlande:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach niederländischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS Europe SE, Netherlands Branch, eine Niederlassung einer deutschen Bank, die ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Erbringung von Finanzdienstleistungen zugelassen wurde und in den Niederlanden unter der Aufsicht der «Autoriteit Financiële Markten» (AFM) steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. **Österreich:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach österreichischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, mit Geschäftssitz in der Wächtergasse 1, A-1010 Wien, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. UBS Europe SE, Niederlassung Österreich, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde und unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) steht, der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Saudi-Arabien:** Diese Publikation wurde von UBS Saudi Arabia (eine Tochtergesellschaft der UBS AG) genehmigt, einer geschlossenen saudi-

arabischen Aktiengesellschaft nach dem Recht des Königreichs Saudi-Arabien mit der Handelsregisternummer 1010257812, die ihren angemeldeten Geschäftssitz in Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Königreich Saudi-Arabien hat. UBS Saudi Arabia ist von der «Capital Market Authority of Saudi Arabia» zugelassen und reguliert. **Schweden:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach schwedischem Recht dar, kann jedoch durch UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, verteilt werden, die ihren Geschäftssitz an der Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Schweden, hat und im schwedischen Firmenregister unter der 516406-1011 angemeldet ist. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das nach deutschem Gesetz als Societas Europea gegründet und ordnungsgemäss von der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen wurde. UBS Europe SE, Sweden Bankfilial, steht unter der gemeinsamen Aufsicht der BaFin, der Deutschen Bundesbank und der schwedischen Finanzaufsichtsbehörde «Finansinspektionen», der dieses Dokument nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Singapur:** Bitte kontaktieren Sie die Niederlassung von UBS AG Singapore, einem «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank, für alle Fragen, welche sich durch oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben. **Spanien:** Diese Publikation wird an Kunden von UBS Europe SE, Sucursal en España, verteilt, die ihren angemeldeten Geschäftssitz in der Calle Maria de Molina 4, C.P. 28006, Madrid, hat; eine Einheit, die unter Aufsicht des Banco de España und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht steht. UBS Europe SE, Sucursal en España, ist eine Niederlassung der UBS Europe SE, eines Kreditinstituts, das als Societas Europea gegründet wurde und von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zugelassen wurde und von dieser beaufsichtigt wird. **Taiwan:** Dieses Material wird von der UBS AG, Taipei Branch, in Einklang mit den Gesetzen Taiwans oder mit dem Einverständnis der Kunden / «Prospects» oder auf deren Wunsch zugestellt. **Tschechische Republik:** UBS ist in der Tschechischen Republik nicht als Bank zugelassen und darf in der Tschechischen Republik keine regulierten Bank- oder Anlagendienstleistungen erbringen. Dieses Material wird zu Marketingzwecken verteilt. **UK:** Genehmigt von UBS AG, in der Schweiz beaufsichtigt und autorisiert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht. In Grossbritannien ist UBS AG autorisiert durch die «Prudential Regulation Authority» und unterliegt der Regulierung durch die «Financial Conduct Authority» und der beschränkten Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority». Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority» sind auf Anfrage erhältlich. Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS London in Grossbritannien verteilt. Produkte und Dienstleistungen, die ausserhalb Grossbritanniens angeboten werden, werden nicht von den britischen Regulierungen oder dem «Compensation Scheme» der «Financial Services Authority» erfasst. **USA:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» noch durch in den USA ansässige Mitarbeiter von UBS verteilt werden. UBS Securities LLC ist ein Tochterunternehmen von UBS AG und ein verbundenes Unternehmen von UBS Financial Services Inc., UBS Financial Services Inc. ist ein Tochterunternehmen von UBS AG. **Vereinigte Arabische Emirate:** Diese Research-Publikation stellt in keiner Weise ein Angebot, einen Verkauf oder eine Lieferung von Aktien oder anderen Wertpapieren gemäss den Gesetzen der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate einschliesslich der VAE-Zentralbank und der «Dubai Financial Services Authority», der «Emirates Securities and Commodities Authority», des «Dubai Financial Market», des «Abu Dhabi Securities Market» oder einer anderen Börse in den VAE genehmigt. Dieses Material richtet sich ausschliesslich an professionelle Kunden. UBS AG Dubai Branch wird im DIFC von der DFSA reguliert. UBS AG / UBS Switzerland AG ist in den VAE weder von der VAE-Zentralbank noch von der «UAE Securities and Commodities Authority» für die Bereitstellung von Bankdienstleistungen zugelassen. Das UBS AG Representative Office in Abu Dhabi hat von der VAE-Zentralbank die Zulassung für den Betrieb eines Representative Office erhalten. Stand 11/2016

© UBS 2017. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.