



## Zurück in eine volatile Zukunft – Multi-Asset-Portfolios in der Poleposition

2022 war ein Jahr der Zäsur. Die Ära der «Great Moderation» dürfte zu Ende gegangen sein. Dieser Regimewechsel erfordert Anpassungen bei der Investmentstrategie.

2022 ist als eines der schlechtesten Anlagejahre in die Geschichte eingegangen. Der schnelle und starke Zinsanstieg im Umfeld der höchsten Inflationsraten seit 40 Jahren führte zu einer ausgeprägten Neubewertung nahezu aller Anlageklassen. Ungewöhnlich war, dass nicht nur Aktien unter Abgabedruck gerieten, sondern hochqualitative Anleihen Verluste in ähnlichem Ausmass erlitten. Eine Anlageklasse, die als Anker in stürmischen Zeiten dienen sollte.

### Kein Schutz: Starke Verluste auch bei defensiven Portfolios



Quelle: Refinitiv, J. Safra Sarasin, monatliche Daten, Jan. 2022 – Dez. 2022

Folglich erlitten gemischte Portfolios, die das Kapital zwischen Aktien und Anleihen allokatieren, ungewöhnlich starke Verluste. Besonders auffällig war, dass defensiv ausgerichtete Portfolios, die eine höhere Anleiheallokation besitzen, ähnlich starke Verluste realisierten wie solche mit höherem Aktienanteil. Es kam sogar zu

der ungewöhnlichen Situation, dass je defensiver ein Portfolio positioniert war (hohe Allokation hochqualitativer Anleihen, hohe Duration) desto höher waren die Verluste (siehe Grafik). Dies kam seit den 1970er-Jahren in diesem Ausmass noch nie vor.

Denn die Yin-Yang-Beziehung zwischen Aktien und Anleihen – wenn Aktien fallen, entwickeln sich Anleihen mit hoher Kreditqualität und Duration tendenziell gut und umgekehrt – ist normalerweise der Stabilisator für Multi-Asset-Portfolios. Da verschiedene Anlageklassen unterschiedlich auf wirtschaftliche Entwicklungen reagieren, können Multi-Asset-Portfolios durch eine diversifizierende Kombination verschiedener Anlageklassen das erreichen, was der Wirtschaftsnobelpreisträger Harry Markowitz mit «Diversification is the only free lunch in investing» meinte.

Ist das Anlagejahr 2022 als Zäsur zu begreifen, mit dem die grundlegenden Annahmen der modernen Finanzmarkttheorie hinfällig geworden sind? Wir denken nicht. Allerdings dürfte die Entwicklungen der letzten 12 bis 18 Monate einen Regimewechsel eingeläutet haben, der deutlich geänderte Rahmenbedingungen zur Folge hat. Auf den folgenden Seiten geht es daher darum zu eruieren, welche Herausforderungen sich daraus für Anleger ergeben und welche Anpassungen bei der Investmentstrategie vorgenommen werden müssen, um diesen zu begegnen. Ein Blick auf die Marktentwicklung der letzten sechs Jahrzehnte soll dabei helfen dieses neue Regime einordnen und Rückschlüsse ziehen zu können.



### Kontakt

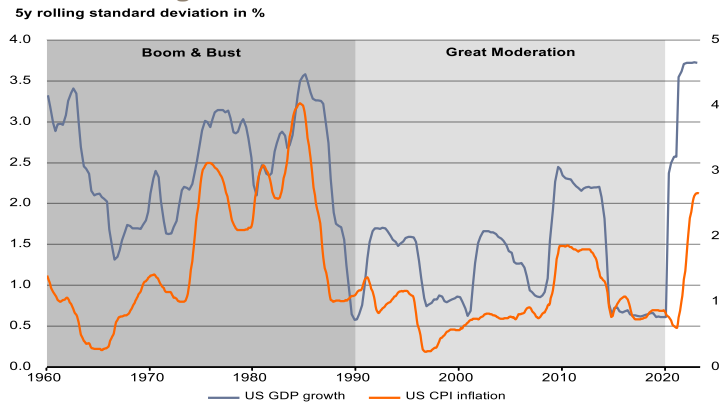
Jan Bopp  
Senior Investment Strategist  
+41 58 317 30 79  
jan.bopp@jsafrasarasin.com



## Eine Zeitreise: «Von Boom & Bust» bis «Great Moderation»

Gemäss dem National Bureau of Economic Research befand sich die US-Wirtschaft zwischen 1948 und 1989 in etwa 20% der Zeit in einer Rezession. In den darauffolgenden 30 Jahren lag diese Zahl bei nur noch 9%. Eine beeindruckende Entwicklung. Die folgende Grafik zeigt die Volatilität des US Wirtschaftswachstums und der Inflation seit 1960. Der augenfällige Unterschied zwischen der Zeit vor und nach 1990 weist auf zwei fundamental unterschiedliche wirtschaftliche Regime hin, die als «Boom & Bust» und «Great Moderation» bezeichnet werden.

### Ein weiterer Regimewechsel?



Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, monatliche Daten, Jan. 1960 – Mai 2023

Während des «Boom & Bust»-Regimes waren sowohl Inflation als auch das Zinsniveau generell höher als in der Zeit nach 1990. Wirtschaftszyklen waren kurzlebiger und durch stärkere Schwankungen geprägt. Die Jahrzehnte nach dem kalten Krieg waren hingegen durch eine geringe makroökonomische Volatilität, niedrige Inflation und stetigen ökonomischen Wachstums charakterisiert. Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren der technologische Fortschritt, Deregulierungen und Globalisierung. In diesem disinflationären Umfeld mit stetig fallenden Zinsen waren Anleihen ein Refugium, wenn es an den Aktienmärkten zu starken Verlusten kam. Umfangreiche Anleihekaufprogramme und Leitzinssenkungen bis unter die Null-Prozent-Marke haben dieses Umfeld nach der globalen Finanzkrise weiter angefeuert und die Zinsvolatilität unterdrückt.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Realrenditen verschiedener Anlageklassen, zweier Aktienstile und eines gemischten Portfolios in den jeweiligen Regimes. Die Verwendung realer Renditen erlaubt einen konsistenten Vergleich zwischen der Periode Jan. 1970 bis Dez. 1989 (Boom & Bust) mit einer durchschnittlichen jährlichen Inflationsrate von mehr als 6% und der Periode Jan. 1990 bis Dez. 2019 (Great Moderation) mit nur etwa 2% Inflation pro Jahr.

### Realrenditen in langfristigen Regimes (US-Markt)

Regimes	Equities	Bonds	Cmdty	Gold	Value	Growth	Balanced PF
Boom & Bust	9.2%	3.0%	3.2%	-1.0%	11.0%	7.2%	6.1%
Great Moderation	7.5%	3.5%	-1.0%	2.0%	6.7%	8.1%	5.5%

Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, monatliche Daten, Real Total Return p.a. in USD, Balanced PF = 50% US-Aktien und 50% US-Staatsanleihen

Obgleich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der betrachteten Regimes sehr unterschiedlich waren, liegen die Realrenditen beider Regimes überraschend nahe beieinander. Besonders auffällig ist dies für das Balanced Portfolio, was die Relevanz eines

langfristigen Anlagehorizonts und einer breiten Diversifizierung in der Strategischen Asset Allokation unterstreicht. Aktien haben in beiden Regimes, trotz wiederholter starker Marktkorrekturen (Ölkrise, Black Monday, TMT-Bubble, globale Finanzkrise, etc.), deutlich positiv rentiert. Auffällig ist, dass in dem von hoher Inflations- und Makrovolatilität geprägten «Boom & Bust»-Regime die Renditeunterschiede zwischen den Aktienstilen «Value» und «Growth» besonders stark ausgeprägt sind. Dies liegt darin begründet, dass sich Value-Titel insbesondere im Umfeld hoher Zinsen und Inflation robust zeigen, da sie in der Tendenz stärker etablierte Geschäftsmodelle und dadurch stabilere Cash Flows aufweisen. Wachstumswerte, deren Bewertungen sich grösstenteils auf zukünftigen Erträgen stützen, sind hingegen von einem solchen Umfeld belastet – nicht nur aufgrund hoher Zinsen, sondern auch aufgrund der erhöhten Makrovolatilität, die langfristige Geschäftsprognosen zusätzlich erschwert.

Die Renditen von Anleihen in «Boom & Bust» sowie «Great Moderation» waren sehr ähnlich und zeigen, dass das Inflationsniveau langfristig nicht entscheidend für den realen Anlageerfolg ist.

Die nachfolgenden Analysen werden aber auch zeigen, dass die Renditen der verschiedenen Anlageklassen in der kurzen und mittleren Frist weit stärker variieren, als ihre langfristigen Werte über mehrere Jahrzehnte suggerieren. Damit wird die Perspektive von strategischen Betrachtungen rund um Diversifikation und langfristige Entschädigung von Kapitalmarktrisiken in Richtung taktischer Betrachtungen rund um kurz- und mittelfristige Opportunitäten erweitert. Dies betrifft nicht nur Aktien und Anleihen als Anlageklassen, sondern vor allem auch die beiden Aktienstile. Wir werden zudem auf das Renditeverhalten von Gold und Rohstoffe eingehen.

### Exkurs: Strategische Relevanz von Rohstoffen und Gold

Rohstoffe und Gold haben spezifische Eigenschaften, die strategisch wertvoll für die Konstruktion eines Multi-Asset-Portfolio sind. Gold hat in der Vergangenheit immer wieder bewiesen, dass es in krisenhaften Zeiten zur Stabilisierung des Portfolios beiträgt. Rohstoffe sind zwar neben inflationsgesicherten Anleihen die Anlageklasse, die das Portfolio am wirksamsten vor Inflation schützt. Doch die Anlageklasse wird stark von ökonomischer Unsicherheit belastet. Das langfristige Renditeverhalten wird vielmehr von sogenannten Super-Zyklen beeinflusst. In diesem Zusammenhang ist die De-Karbonisierung der globalen Wirtschaft ein entscheidender Faktor, die in den kommenden Jahren zu einer stark wachsenden Nachfrage nach strategischen Ressourcen (v.a. Kupfer) führen dürfte, die entscheidend für diese Transition sind.

### Standortbestimmung: Von «Great Moderation» zu «Great Volatility»?

Nach dem wirtschaftlichen Neustart nach der COVID-19-Pandemie und dem Ausbruch des Ukraine-Kriegs, befinden wir uns in einem Umfeld, das von hohen Inflationsraten, Zinsen und volatilen Wirtschaftsdaten geprägt ist, und nur wenig an das Investitions Umfeld von vor ein paar Jahren erinnert. Wird uns dieses Umfeld noch länger begleiten? Vermutlich schon. Denn De-Globalisierung, getrieben durch die Rückverlagerung von Unternehmen zur Sicherung der Lieferketten, demographische Entwicklungen sowie die De-Karbonisierung der globalen Wirtschaft dürften zu strukturell erhöhter Inflation und damit langfristig höheren Zinsen führen.

Die geldpolitischen Instrumente, die sich über die vergangenen Jahrzehnte etabliert haben dürften in diesem neuen Regime an Wirkungskraft einbüßen und es den Notenbanken erheblich erschweren, den ökonomischen Zyklus zu glätten. Ohnehin dürften sie den geldpolitischen Kurs erst ändern, wenn sie sicher sind, dass die Inflationsentwicklung unter Kontrolle ist. Hierfür müssen letztlich jedoch die wirtschaftlichen Schäden bereits sichtbar sein. Ein hin und her zwischen Inflationskontrolle und Wachstumsunterstützung. Kürzere und volatilere Wirtschaftszyklen wären die Konsequenz, was zu stärkeren Schwankungen bei den Unternehmensgewinnen und damit zu höherer Finanzmarktvolatilität führen würde.

Strukturell erhöhte Inflation sowie hohe Inflations- und Makrovolatilität dürften damit dieses Umfeld prägen und damit den Weg in ein «Great Volatility»-Regime ebnen.

### Lehren aus der Vergangenheit

Daher werden im Folgenden ausgewählte Episoden *hoher Inflation und hoher Inflations- und Makrovolatilität* betrachtet, um ein detaillierteres und aussagekräftiges Gesamtbild zu erhalten.

Bei Betrachtung des Renditeverhaltens verschiedener Anlageklassen im *Umfeld erhöhter Inflation* zeigt sich, dass Anleihen im vergangenen Jahr relativ zu früheren Episoden aussergewöhnlich schlecht abgeschnitten haben. Ein entscheidender Aspekt für die veränderte Reaktionsfunktion ist das historisch niedrige Zinsniveau, das insbesondere nach Ausbruch der COVID-19-Pandemie vorherrschte. Ein anderer Aspekt, der diese Episode so besonders macht, ist, dass es die einzige ist, in denen die US-Notenbank ihre Leitzinsen erhöht hat. Und jede dieser Zinserhöhungen hat aufgrund des bereits sehr niedrigen Zinsniveaus bei Beginn des Zinserhöhungszyklus einen signifikanten negativen Effekt auf den Anleihekurs. Aktienrenditen bewegen sich im Mittelfeld der Betrachtung.

### Realrenditen p.a. in vergangenen Episoden hoher Inflationsraten

#### High inflation level

Start	End	Equities	Bonds	Cmdty	Gold	Value	Growth	Balanced Portfolio	Inflation level
01/1970	02/1971	3.4%	11.7%	13.1%	2.1%			7.5%	5.8%
03/1973	10/1982	-4.3%	-3.8%	3.3%	10.0%	6.2%	0.3%	-4.0%	8.9%
03/1989	06/1991	11.2%	6.5%	20.6%	-8.3%	6.1%	16.9%	8.8%	5.1%
05/2021	03/2023	-4.3%	-13.3%	14.0%	0.9%	-3.1%	-6.2%	-8.9%	6.8%

Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, monatliche Daten, *kursiv: aktuelle Periode*

Die einzige Konstante, die sich bei der Analyse zeigt, ist die hohe Rendite von Rohstoffen in einem Regime erhöhter Inflation. Es ist zudem die einzige Anlageklasse, die in allen betrachteten Episoden eine deutlich positive Realrendite aufweist.

Herauszustellen ist die Episode zwischen 1973 und 1982, die von einer stagflationären Dynamik, dem Ende des Bretton-Woods-System sowie zwei Ölkrisen geprägt war. Ein Umfeld, von dem insbesondere Aktien und Anleihen stark belastet waren und sich in entsprechend schwacher Performance bei gemischten Portfolios widerspiegelte.

Es ist jedoch nicht nur das Inflationsniveau für das Renditeverhalten einzelner Anlageklassen relevant. Die Volatilität der Inflationsdaten als auch der Makrodaten spielt ebenfalls eine bedeutsame Rolle für das Preisbestimmungsverhalten der Investoren.

Bei Betrachtung vergangener Episoden hoher *Makro- und Inflationsvolatilität* sticht die jüngste Episode auch hier aufgrund der stark negativen Rendite von Anleihen hervor. In vergleichbaren Episoden hatte diese Anlageklasse in der Regel eine positive Realrendite erzielt. Die Gründe hierfür wurden bereits diskutiert.

### Realrenditen in Episoden hoher Inflations- und Makrovolatilität

#### High inflation volatility

Start	End	Equities	Bonds	Cmdty	Gold	Value	Growth	Balanced Portfolio	Inflation level
12/1974	11/1977	7.6%	1.5%	-16.4%	-10.6%	15.0%	2.7%	4.5%	7.3%
09/1982	08/1985	17.6%	13.7%	0.8%	-9.9%	19.7%	15.1%	15.6%	3.8%
08/2008	10/2013	6.3%	3.0%	-15.0%	5.8%	5.7%	6.8%	4.6%	1.8%
06/2022	05/2023	-1.1%	-9.9%	-27.0%	2.7%	-9.2%	6.7%	-5.6%	7.0%

Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, monatliche Daten, *kursiv: aktuelle Periode*

In den betrachteten Episoden gehören insbesondere Aktien zu der Anlageklassen mit der höchsten Realrendite. Dies unterstreicht die Fähigkeit von Unternehmen, sich auf ein veränderndes Inflations- und Wachstumsumfeld einzustellen. Eine Eigenschaft, die sich in den jüngsten Quartalsberichten anhand nach wie vor robuster Margen zeigte. Allerdings offenbart sich hier eine starke Renditedispersion zwischen den Aktienstilen Value und Growth. Value hat in den betrachteten Episoden in den meisten Fällen eine Out-performance gegenüber Wachstumstiteln erzielt. Das Renditeverhalten ist robust und unabhängig von der Inflationshöhe.

Die auffällig starke Performance von Aktien und Anleihen in der Episode zwischen 1982 und 1985 fällt in eine Zeitperiode, in der die US-Notenbank in den Jahren zuvor erfolgreich zweistellige Inflationsraten bekämpft hatte und umfangreiche wirtschaftspolitische Massnahmen (Steuersenkungen, Deregulierungen) eine positive Wachstumsdynamik ausgelöst haben. Dennoch belies die US-Notenbank ihre Leitzinsen für längere Zeit auf erhöhtem Niveau und erhöhte diese sogar bis Ende 1984 nochmals deutlich (von 9 auf 11.5%). Anleiherenditen blieben in diesem bereits von stark rückläufigen Inflationsraten geprägten Umfeld im zweistelligen Bereich. Anleihen profitierten stark von dieser Entwicklung.

Rohstoffe und Gold lassen bei Betrachtung der einzelnen Episoden hingegen keine klaren Verhaltensmuster erkennen, gehören in der Tendenz jedoch eher zu den Anlageklassen, die am schlechtesten in unserem Vergleich abschneiden. Beide schafften es in diesen Episoden in kaum der Hälfte der Fälle, eine reale positive Rendite zu erzielen. Besonders auffällig ist die im Gegensatz zur Betrachtung des Inflationsniveaus nun deutlich negative Realrendite bei Rohstoffen. Wie bereits im grauen Kasten auf der vorherigen Seite postuliert, haben diese Anlageklassen jedoch spezifische Eigenschaften, die im Rahmen der Diversifikation strategisch wertvoll für die Konstruktion eines Multi-Asset-Portfolios sind.

### Konsequenzen für Multi-Asset-Portfolios

Die Analysen haben gezeigt, dass die Generierung langfristig positiver Realrenditen auf Portfolioebene unabhängig vom betrachteten Regime sehr robust ist. Dies unterstreicht die Notwendigkeit und den positiven Effekt von **Diversifikation** auf Portfoliorendite und -risiko. Ihr dürfte in Zeiten erhöhter Makrovolatilität sogar eine noch wichtigere Rolle zukommen. Zudem werden weitere Elemente (wieder) bedeutsamer, die insbesondere in den vergangenen zehn Jahren fast in Vergessenheit geraten sind:

Hierzu gehört, dass ein volatiles Wirtschaftsumfeld mit einer stärker ausgeprägten Renditedispersion zwischen Anlageklassen und -stilen einhergeht. Das Ausnutzen dieser Dispersion durch **taktische Portfoliopositionierung** dürfte in diesem potentiell neuen Regime deutlich wichtiger für den Anlageerfolg werden als noch in den vorangegangenen Jahrzehnten. Die ausgeprägten Renditedifferenzen zwischen einzelnen **Aktienstilen** (Value und Growth) sind ein starker Hinweis darauf, dass es nicht mehr wie in den vergangenen zehn Jahren ausreichen dürfte, in den breiten Markt (Beta) zu investieren. Die richtige Titelselektion und Sektorallokation (Alpha) dürfte wieder mehr in den Fokus der Anleger rücken. Die kommenden Jahre dürften von strukturellen Umbrüchen und in der Folge höherer Inflation und Zinsen geprägt sein. Ein Umfeld, in dem insbesondere Value-Titel hohe Renditen erzielen. Die unterschiedliche Wertentwicklung einzelner Anlageklassen, Sektoren und Stile rückt zudem den Fokus auf die Relevanz und den positiven Effekt des **Rebalancings** eines Portfolios.

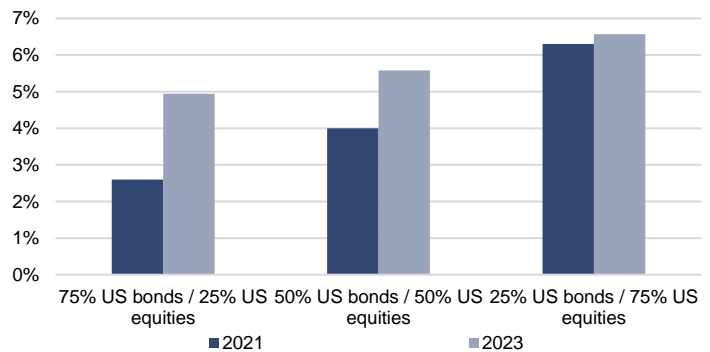
**Anleihen** dürften auf den aktuellen Renditeniveaus wieder einen robusteren Beitrag liefern. Die stark negative Rendite im vergangenen Jahr war ungewöhnlich und den geldpolitischen Exzessen nach der globalen Finanzkrise geschuldet. Die Anlageklasse hatte sich sonst in solchen Episoden hoher Inflation und makroökonomischer Volatilität stets robust gezeigt. Anleger werden sich allerdings von dem «free lunch» in Form negativer **Korrelation** zwischen Anleihen und Aktien verabschieden müssen. Doch wenngleich die Korrelation zwischen den beiden Anlageklassen in einem neuen Regime höher sein dürfte, so dürfte sie dennoch ausreichend niedrig bleiben und damit einen positiven Diversifikationseffekt unverändert beibehalten. Zur Erinnerung: Aktien und Anleihen waren erst ab 1998 negativ korreliert. In der längeren Historie ist eine negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen die Ausnahme und nicht die Regel. Das Diversifikationspotential bleibt auch bei leicht positiver Korrelation erhalten. Zudem dürfte das höhere Zinsniveau für die stärkere Korrelation der Anlageklassen kompensieren. Wir gehen davon aus, dass längerfristig höhere Zinssätze zu einer **Renaissance der Rolle von «Income»** – der Einkommenseite im Portfolio – führen und damit zu einer strukturell höheren Gewichtung von Anleihen im Portfolio.

Insbesondere die 1980er Jahre, die von vergleichbar hoher Inflations- und Makrovolatilität geprägt waren, könnten hier als Blaupause dienen. Zur Erinnerung: Die US-Notenbank hatte die hohen Inflationsraten erfolgreich bekämpft und die Leitzinsen für eine längere Zeit danach auf erhöhtem Niveau belassen. Ein Umfeld, in dem Aktien, doch insbesondere Anleihen und damit auch Multi-Asset-Portfolios hohe Realrenditen erzielen. Ein Umfeld, das dem der kommenden Quartale und Jahre nicht unähnlich sein könnte. Sollte es den Notenbanken also gelingen, die Inflationsentwicklung unter Kontrolle zu bringen und sie ihrer Kommunikationspolitik «higher for longer» folgen, lässt sich ein positiver Ausblick für Multi-Asset-Portfolios konstatieren.

Langfristig gilt dies ohnehin bereits. Die Kursverluste des vergangenen Jahres waren schmerzhaft, doch die daraus resultierenden niedrigeren Bewertungen haben den Anlegern attraktive Opportunitäten eröffnet – insbesondere bei hochqualitativen Anleihen, deren Rendite noch vor nicht einmal zwei Jahren nahe Null oder sogar darunter lag. Die **langfristigen Renditeprognosen für Multi-Asset-Strategien** haben sich im Rahmen der starken Neubewertungen deutlich verbessert, wobei die jährliche Renditeerwartung für ein 50/50-Portfolio in den kommenden zehn Jahren von 4.0% auf 5.6% p.a. gestiegen ist. Diese positive Entwicklung ist besonders stark bei Portfolios mit einer hohen Allokation in Anleihen ausgeprägt.

### Attraktive langfristige Renditeerwartungen für Portfolios

10y expected returns p.a. for multi-asset portfolios



Quelle: Bank J. Safra Sarasin

Multi-Asset-Strategien sind also nicht obsolet geworden. Ganz im Gegenteil. Das Renditeverhalten gemischter Portfolios ist, wie unsere Analysen gezeigt haben, über unterschiedliche Regime äußerst robust. Insbesondere die erwartete stärkere Ausprägung taktischer Opportunitäten, erhöhte Renditedispersion zwischen Anlagestilen und eine hohe Relevanz von Diversifikation bringen Multi-Asset-Portfolios in eine gute Ausgangsposition für diese neue Ära.

## **Wichtige rechtliche Hinweise**

Dieses Dokument wurde von der Bank J. Safra Sarasin AG («Bank») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt. Es wurde nicht von der Finanzanalyseabteilung der Bank erstellt. Folglich finden die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung auf das vorliegende Dokument keine Anwendung.

Dieses Dokument wurde aus Informationen und Daten («Informationen») aus öffentlich zugänglichen Quellen erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Die Bank hat die Informationen jedoch nicht überprüft und übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen (vertraglich festgelegten oder stillschweigend mitvereinbarten) Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Insbesondere haften weder die Bank noch ihre Aktionäre und Mitarbeiter für die in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen. Externe Datenanbieter geben keinerlei Zusicherung oder Gewähr hinsichtlich der Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der zur Verfügung gestellten Daten ab und übernehmen keine Haftung für Schäden jeglicher Art in Bezug auf solche Daten. Investoren werden aufgefordert, alle relevanten Unterlagen, insbesondere die Risikohinweise, sorgfältig zu lesen und sich in dem für Sie erforderlichen Umfang von Finanz- und Steuerexperten beraten zu lassen, bevor Sie eine Investition tätigen. Mit Ausnahme ihrer professionellen Berater dürfen Sie dieses Dokument nicht an Dritte weitergeben. Sollten Sie diese Marketingdokument irrtümlich erhalten haben, bitten wir Sie diese zurückzusenden oder es zu vernichten.

Dieses Dokument stellt keinerlei Anlageberatung, kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder Finanzdienstleistungen dar und ersetzt nicht die individuelle Beratung und Risikoaufklärung durch einen qualifizierten Finanz-, Rechts- oder Steuerberater.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung. Kapitalanlagen in Fremdwährungen unterliegen Währungsschwankungen. Entspricht die Bezugswährung des Investors nicht der Anlagewährung bzw. den Anlagewährungen besteht daher ein Wechselkursrisiko. Angaben zu künftigen (Wert-) Entwicklungen werden lediglich zu Informationszwecken gemacht und sind weder als Vorhersagen noch Zusicherungen einer künftigen Wertentwicklung zu verstehen, sie können aus unterschiedlichen Gründen erheblich von der tatsächlichen Wertentwicklung abweichen.

Die in diesem Dokument dargestellten Meinungen, Prognosen sowie die erwähnten Zahlen und Daten können jederzeit und ohne Angabe von Gründen geändert werden. Es besteht keine Pflicht von Seiten der Bank oder einer anderen Person, den Inhalt dieses Dokuments zu aktualisieren. Die Bank lehnt jede Haftung für Verluste, die sich aus der Weiterverwendung der vorliegenden Informationen (oder Teilen davon) ergeben, ab.

Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten von Amerika (USA) gesendet, gebracht oder in den USA oder an eine US Person verteilt werden. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen in Ländern, in denen (z.B. aufgrund der Nationalität dieser Personen, ihres Wohnsitzes oder aus anderen Gründen) die Verteilung dieses Dokuments untersagt ist.

### **ICE Data Indices**

Die Quelle ICE Data Indices, LLC («ICE Data») wird mit Genehmigung verwendet. ICE Data, seine verbundenen Unternehmen und die jeweiligen Drittanbieter übernehmen keine Gewährleistung und machen keine Zusagen, weder ausdrücklich noch implizit, einschliesslich Gewährleistungen zur Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck oder eine bestimmte Verwendung der Indizes, der Index Daten und jeglicher darin enthaltener, damit verbundener oder daraus abgeleiteter Daten. ICE Data, seine verbundenen Unternehmen und die jeweiligen Drittanbieter übernehmen keinerlei Schäden oder Haftung in Bezug auf die Eignung, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Indizes oder der Index Daten oder jeglicher Komponenten derselben. Die Indizes und die Index Daten sowie jegliche Komponenten derselben werden ohne Gewähr zur Verfügung gestellt und die Verwendung erfolgt auf eigene Gefahr. Weder ICE Data noch seine verbundenen Unternehmen oder die jeweiligen Drittanbieter sponsern, unterstützen oder empfehlen Bank J. Safra Sarasin AG oder dessen Produkte oder Dienstleistungen.

### **MSCI Indices**

Quelle: MSCI. Die Informationen von MSCI sind ausschliesslich für Ihren internen Gebrauch bestimmt. Sie dürfen nicht vervielfältigt oder in irgendeiner Form weiterverbreitet werden und sollten nicht als Grundlage für Finanzinstrumente, Produkte oder Indizes oder als deren Bestandteil verwendet werden. Die Informationen von MSCI dürfen nicht als Anlageberatung oder Empfehlung für oder gegen eine Anlageentscheidung angesehen werden oder einer solchen zugrunde gelegt werden. Historische Daten und Analysen sollten nicht als Hinweis auf oder Garantie für eine Analyse oder Prognose der zukünftigen Wertentwicklung verstanden werden. Die Informationen von MSCI werden wie besehen (auf «as is»-Basis) zur Verfügung gestellt. Die Nutzer dieser Informationen tragen das gesamte Risiko für die Verwendung dieser Informationen. MSCI, seine verbundenen Unternehmen und jede andere Person, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Informationen von MSCI beteiligt ist (zusammen die «MSCI-Parteien»), lehnen hiermit ausdrücklich jegliche Haftung für diese Informationen ab (einschliesslich für ihre Ursprünglichkeit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität, Nichtverletzung, Marktgängigkeit und Eignung für einen bestimmten Zweck). Unbeschadet der vorstehenden Bestimmungen haftet keine MSCI-Partei für direkte, indirekte, besondere, beiläufig entstandene Schäden, für Schadenersatz, Folgeschäden (einschliesslich entgangener Gewinne) oder sonstige Schäden. ([www.msci.com](http://www.msci.com))

### **S&P Indices**

Der referenzierte Index ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC oder seinen Tochtergesellschaften („SPDJ“) und wurde zur Verwendung durch Bank J. Safra Sarasin AG lizenziert. Standard & Poor's® und S&P® sind eingetragene Marken der Standard & Poor's Financial Services LLC („S&P“); Dow Jones® ist eine eingetragene Marke der Dow Jones Trademark Holdings LLC („Dow Jones“). Finanzinstrumente der Bank J. Safra Sarasin AG werden von SPDJ, Dow Jones, S&P und ihren jeweiligen Tochterunternehmen weder gesponsert, unterstützt, verkauft noch gefördert, und keine dieser Parteien macht weder eine Zusicherung hinsichtlich der Ratsamkeit der Investition in dieser Finanzinstrumente noch übernehmen sie Haftung für Fehler, Auslassungen oder Störungen des referenzierten Index.

### **Informationen zur Verteilung**

Sofern nicht anders angegeben, wird diese Publikation von der Bank J. Safra Sarasin AG (Schweiz) verteilt.

**Bahamas:** Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

**Dubai International Financial Centre (DIFC):** Dieses Material ist für die Verteilung durch die Bank J. Safra Sarasin Asset Management (Middle East) Ltd [«BJSSAM»] im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority (DFSA) bestimmt. BJSSAM ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden. Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die DFSA unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

**Deutschland:** Die vorliegende Publikation wird in Deutschland von der J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt am Main zu reinen Informationszwecken verteilt und erhebt nicht den Anspruch, die vollständige Darstellung aller beschriebenen Produkteigenschaften zu enthalten. Produktunterlagen, wenn es sich um Fonds handelt, sind auf Anfrage kostenlos bei der J. Safra Sarasin (Deutschland) GmbH, Kirchnerstraße 6-8, 60311 Frankfurt am Main in deutscher und englischer Sprache erhältlich. Soweit im Rahmen dieser Publikation zukünftige Wertentwicklungen dargestellt werden, beruhen diese unter anderem auf Prognosen für die zukünftige Entwicklung der Finanzmärkte und entsprechenden Simulationen. Diese Prognosen und Simulationen wiederum beruhen vor allem auf Erfahrungen und konkreten Wertentwicklungsdaten der Vergangenheit. Wir möchten Sie daher ausdrücklich darauf hinweisen, dass historische Wertentwicklungsdaten, Prognoseberechnungen und sonstige Simulationen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind. Eine Garantie für das Eintreten der prognostizierten Werte der Modellrechnungen können wir daher nicht übernehmen. Die in dieser Publikation bereitgestellten Informationen für Kunden mit Wohnsitz oder Sitz in Deutschland richten sich ausschließlich an institutionelle Kunden, die Anlagegeschäfte ausschließlich als Unternehmer zu gewerblichen Zwecken abzuschließen beabsichtigen. Dieser Kundenkreis ist beschränkt auf Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Kapitalverwaltungsgesellschaften und Versicherungsunternehmen, soweit sie über die für den Geschäftsbetrieb jeweils erforderliche Erlaubnis verfügen und einer Aufsicht unterliegen, sowie mittelgroße und große Kapitalgesellschaften im Sinne des deutschen Handelsgesetzbuchs (§ 267 Abs. 2 und Abs. 3 HGB).

**Gibraltar:** Dieses Marketingdokument wird von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, First Floor Neptune House, Marina Bay, Gibraltar, von Gibraltar aus an ihre Kunden und Interessenten verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd. mit eingetragenem Sitz in 57/63 Line Wall Road, Gibraltar, bietet ihren Kunden und Interessenten Produkte und Dienstleistungen im Bereich Vermögens- und Anlageverwaltung an. Sie ist in Gibraltar unter der Registrierungsnummer 82334 eingetragen. Die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd ist von der Gibraltar Financial Services Commission autorisiert und reguliert. Telefongespräche können aufgezeichnet werden. Ihre persönlichen Daten werden in Übereinstimmung mit unserer Daten- und Datenschutzerklärung behandelt. Diese Publikation wird Ihnen von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Limited zur Verfügung gestellt: Dieses Dokument ist als Marketingmitteilung im Sinne des Financial Services Act 2019 zugelassen. Nichts in diesem Dokument soll eine Haftung ausschließen oder einschränken, die wir Ihnen gemäß dem für uns geltenden Regulierungssystem schulden, und im Falle eines Konflikts wird jeder gegenteilige Hinweis außer Kraft gesetzt: Sie werden daran erinnert, alle relevanten Unterlagen zu lesen, bevor Sie eine Anlage tätigen, einschließlich der Risikowarnungen, und sich bei Bedarf von einem Finanz- oder Steuerexperten beraten zu lassen. Es ist Ihnen nicht gestattet, dieses Dokument an andere weiterzugeben, mit Ausnahme Ihrer professionellen Berater. Sollten Sie es irrtümlich erhalten haben, geben Sie es bitte zurück oder vernichten es.

**Hong Kong:** Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).

**Luxemburg:** Diese Publikation wird in Luxemburg von der Banque J. Safra Sarasin (Luxembourg) SA (die "Luxemburger Bank") mit Sitz in 17-21, Boulevard Joseph II, L-1840 Luxemburg verteilt. Sie unterliegt der Aufsicht der Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF. Die Luxemburger Bank stellt dieses Dokument ihren Kunden in Luxemburg zur Verfügung und ist nicht der Autor dieses Dokuments. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung in Bezug auf die darin genannten Finanzinstrumente oder Produkte oder Anlagestrategien dar, noch stellt es eine Aufforderung zum Abschluss eines Portfolioverwaltungsmandates mit der Luxemburger Bank oder ein Angebot zur Zeichnung oder zum Kauf eines der darin genannten Produkte oder Instrumente dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen keine Grundlage für eine Investitionsentscheidung dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für individuelle Umstände geeignet oder angemessen ist. Jeder Kunde hat seine eigene Bewertung vorzunehmen. Die Luxemburger Bank übernimmt keine Haftung im Zusammenhang mit einer Anlage-, Veräußerungs- oder Aufbewahrungsentscheidung des Kunden resultierend aus der in diesem Dokument enthaltenen Informationen. Der Kunde trägt alle Risiken von Verlusten, die durch diese Entscheidung möglicherweise entstehen. Insbesondere haften weder die Luxemburger Bank noch ihre Aktionäre oder Mitarbeiter für die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Strategien.

**Monaco:** In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im «Fürstentum Monaco» eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Resolution (ACPR) und der monegassischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

**Panama:** Diese Publikation basiert ausschließlich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

**Qatar Financial Centre (QFC):** Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar [«BJSSQ»] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen. Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land außerhalb des QFC verfolgt werden.

**Singapur:** Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

**Vereinigtes Königreich:** Dieses Dokument wird aus dem Vereinigten Königreich von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, London Branch, 47 Berkeley Square, London, W1J 5AU, an ihre Kunden, Interessenten und andere Kontakte verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd bietet ihren Kunden und Interessenten über die Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Ltd, London Branch, Vermögensverwaltungsprodukte und -dienstleistungen an. Eingetragen als ausländisches Unternehmen im Vereinigten Königreich unter der Nummer FC027699. Zugelassen von der Gibraltar Financial Services Commission und unterliegt im Vereinigten Königreich einer begrenzten Regulierung durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority. Registrierungsnummer 466838. Einzelheiten über den Umfang unserer Regulierung durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich. Eingetragener Sitz 57 - 63 Line Wall Road, Gibraltar. Telefongespräche können aufgezeichnet werden. Ihre persönlichen Daten werden in Übereinstimmung mit unserer Datenschutzerklärung behandelt. Wenn Ihnen diese Publikation von der Bank J. Safra Sarasin (Gibraltar) Limited, Niederlassung London, zur Verfügung gestellt wird: Nichts in diesem Dokument soll eine Haftung ausschliessen oder einschränken, die wir Ihnen im Rahmen des für uns geltenden Regulierungssystems schulden und im Falle eines Konflikts wird jede gegenteilige Angabe außer Kraft gesetzt; Sie werden daran erinnert, alle relevanten Unterlagen im Zusammenhang mit einer Anlage, einschließlich der Risikowarnungen, zu lesen und sich bei Bedarf von Fachleuten in Finanz- oder Steuerfragen beraten zu lassen; es ist Ihnen nicht gestattet, dieses Dokument an andere weiterzugeben, mit Ausnahme Ihrer professionellen Berater. Sollten Sie es irrtümlich erhalten haben, geben Sie es bitte zurück oder vernichten es.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten

Bank J. Safra Sarasin AG

Alfred-Escher-Strasse 50

Postfach

8022 Zürich

Schweiz

T: +41 (0)58 317 33 33

F: +41 (0)58 317 33 00

[www.jsafrasarasin.ch](http://www.jsafrasarasin.ch)