



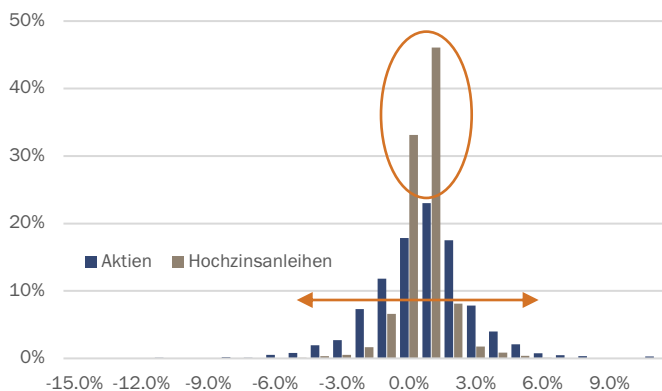
# Aktien vs. Hochzinsanleihen: dasselbe nur anders?

Risikoanlagen weisen Gemeinsamkeiten in Marktkorrekturen und deutliche Unterschiede in anderen Marktphasen auf. Hochzinsanleihen überzeugen besonders in Erholungs- und Aktien in Expansionsphasen.

## Risikoanlagen: Aktien und Hochzinsanleihen

Vielfach wird die Gesamtbeurteilung der Finanzmärkte kurz mit «risk on» bzw. «risk off» umschrieben. In ersterer Situation suchen Anleger Risikoanlagen wie Aktien und Hochzinsanleihen und erhöhen so das Risiko ihrer Portfolios. Im entgegengesetzten Fall reduzieren sie Risiken und bevorzugen Staatsanleihen und Kassenbestände. Das hin und her zwischen diesen beiden Zuständen ist zentral für die Asset Allokation. Nachfolgend liegt der Fokus jedoch eine Ebene tiefer, nämlich auf der Frage, wann man Aktien gegenüber Hochzinsanleihen bevorzugen sollte und umgekehrt.

## Renditeverteilung Aktien vs. Hochzinsanleihen



Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin. Wöchentliche Überschussrenditen 1990-2022.

Die nebenstehende Grafik zeigt die Verteilung der wöchentlichen Renditen von US-Aktien (MSCI USA Index) und Hochzinsanleihen (ICE Bofa US High Yield Index) für die Periode 1990 bis 2022. Es werden die *Überschussrenditen* der beiden Anlageklassen betrachtet, d.h. die Rendite abzüglich jener von Barmitteln (bei Aktien) bzw. von Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit (bei Hochzinsanleihen; langfristig ca. fünf Jahre Laufzeit).

Die Verteilungen der wöchentlichen Überschussrenditen von Aktien und Hochzinsanleihen unterscheiden sich deutlich. Die Häufigkeit von Renditen nahe null bei letzteren ist augenfällig. Aktien weisen hingegen eine breitere Streuung (höhere Volatilität) auf, was sich in mehr niedrigen und hohen Überschussrenditen niederschlägt. Diese Eigenschaften reflektieren die meistgenannten Anlagemotive der jeweiligen Anlageklasse. Aktien werden primär gehalten, um von einem Preisanstieg zu profitieren, während die laufenden Erträge («Carry») in Form von Dividenden weniger wichtig sind. Hochzinsanleihen werden hingegen vorrangig wegen der Erträge gehalten, wohingegen mögliche Kursgewinne von sekundärer Bedeutung sind.

Aus diesen Beobachtungen ergeben sich zwei grundlegende Fragen. Erstens, wie verhalten sich die beiden Anlageklassen langfristig und in den verschiedenen Phasen des Konjunkturzyklus? Zweitens, was signalisiert die Attraktivität der jeweiligen Anlageklasse?

## Langfristige Risiko- und Renditeeigenschaften

Die betrachteten Risikoanlagen weisen verschiedene Gemeinsamkeiten, aber auch relevante Unterschiede auf. Die nachfolgende



### Kontakt

Dr. Thomas Bollinger  
Senior Investment Strategist  
+41 58 317 62 21  
thomas.bollinger@jsafrasarasin.com



Box geht darauf genauer ein. Sowohl Aktien als auch Hochzinsanleihen werden von Unternehmen ausgegeben (Staatsanleihen mit niedriger Bonität werden nicht betrachtet). Per Definition bilden Hochzinsanleihen das Segment von Unternehmensanleihen mit unterdurchschnittlicher Kreditqualität (Rating BB oder tiefer). Solche Unternehmen haben, im Gegensatz zu jenen mit Investmentgrade-Rating (BBB oder höher), meist eine überdurchschnittliche Verschuldungsquote (hoher «Leverage») und hohe Zinskosten im Verhältnis zum erzielten Gewinn. Dieser Unterschied zwischen der Schuldnerqualität erklärt die höheren Kreditaufschläge («Spreads», Risikoprämien) und die höhere Volatilität von Hochzins- gegenüber Investmentgrade-Anleihen.

### Ein Unternehmen, zwei Anlageklassen

Aus Sicht der Unternehmensfinanzierung unterscheiden sich Aktien und Anleihen vor allem durch drei Aspekte. Erstens durch die Art der Entschädigung, zweitens hinsichtlich der Behandlung im Fall eines Konkurses oder einer Schuldenrestrukturierung und drittens dem Stimmrecht von Aktionären bei Unternehmensentscheidungen. Anleiheinvestoren werden meist durch im Voraus festgelegte Couponzahlungen entschädigt. Aktionäre hingegen werden erfolgsabhängig in Form von Dividenden entschädigt. Die Ansprüche der Anleiheanleger haben immer Vorrang vor jenen der Aktionäre – dies ist insbesondere dann wichtig, wenn ein Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten steckt. Anleihehalter erhalten also im besten Fall ihr eingesetztes Kapital plus alle Couponzahlungen. Aktionäre wiederum profitieren vom Gewinnwachstum der Unternehmen und Dividendenzahlungen.

Allgemein gesprochen profitieren beide Gruppen von Kapitalgebern von einem guten Geschäftsverlauf und einem positiven gesamtwirtschaftlichen Umfeld. Es sind aber Unterschiede zu beachten. So werden beispielsweise Aktionäre über ein Rekordergebnis jubeln, während Anleiheanleger auch mit einem ordentlichen Jahresergebnis zufrieden sind. Die Befindlichkeiten zwischen den beiden Gruppen divergieren insbesondere dann, wenn das Management eine riskante Strategie zur Erzielung dieses Ergebnisses wählt. Um es mit einer Sportmetapher auszudrücken: Anleiheanleger spielen auf Unentschieden, Aktionäre auf Sieg. Entsprechend muss das Management Zielkonflikte zwischen Aktien- und Anleiheanlegern lösen, vor allem wenn es um die Verwendung von Gewinnen geht. Sollen Investitionen getätigt werden, Schulden zurückbezahlt oder Dividenden ausgeschüttet werden? Aktionäre bevorzugen meist letzteres, während Anleiheinvestoren lieber eine Schuldenreduktion und damit eine potenzielle Verbesserung des Kreditratings sehen wollen.

In der nebenstehenden Tabelle werden die Kennzahlen der beiden Anlageklassen zusammengefasst. Die durchschnittliche Überrendite von Aktien ist deutlich höher als jene von Hochzinsanleihen, allerdings sind Aktien einer deutlich höheren Volatilität ausgesetzt. Es ist wichtig zu bedenken, dass diese Berechnungen tatsächliche Kreditausfälle in Hochzinsanleihen mitberücksichtigen. Die Renditen zeigen also den langfristigen Nettoertrag dieser Anlageklasse. Die resultierenden Rendite-zu-Risiko-Verhältnisse (Sharpe Ratio) der beiden Anlageklassen sind in einem ähnlichen Bereich. Aus Risikosicht fällt der grösste erlittene Verlust (Maximum Drawdown) von Hochzinsanleihen auf, der sich wenig von jenem von Aktien unterscheidet (geschehen während der globalen Finanzkrise).

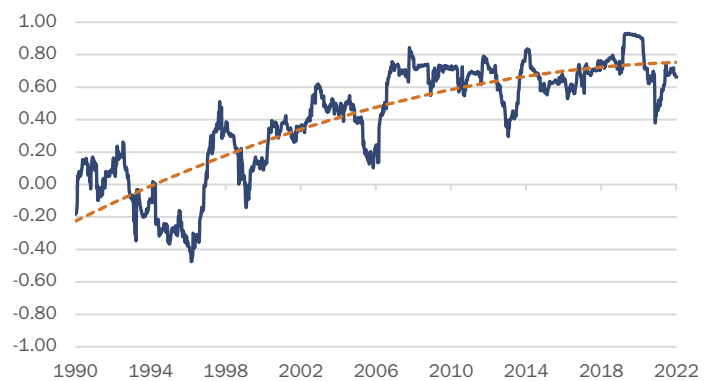
### Performance US Aktien und Hochzinsanleihen 1990-2022

	Aktien	Hochzinsanleihen
Überschussrendite p.a.	7.1%	3.1%
Volatilität p.a.	17.0%	8.2%
Sharpe Ratio	0.42	0.38
Maximum Drawdown	-59.6%	-47.5%

Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin. Wöchentliche Daten 1990-2022.

Die strukturellen Ähnlichkeiten der beiden Anlageklassen wirft die Frage auf, wie unterschiedlich sie sich im Zeitverlauf verhalten. Dies ist sowohl für die strategische als auch die taktische Asset Allokation relevant. Die folgende Grafik zeigt die rollierende Korrelation zwischen Aktien- und Hochzinsanleiherenditen sowie eine langfristige Trendlinie davon.

### Rollierende 52-Wochen Korrelation



Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin. Rollierende 52-Wochen Korrelation. Wöchentliche Daten 1990-2022.

Im Verlauf der vergangenen Jahrzehnte ist ein struktureller Anstieg der Korrelation zu beobachten. In den 1990er war diese ausgesprochen gering und hat Anlegern ein sehr hohes Diversifikationspotenzial geboten. Dies ist überraschend, weil die Gemeinsamkeiten von Aktien und Hochzinsanleihen eine positive Korrelation erwarten lassen. Seither hat sich, mit wenigen Ausnahmen, ein Niveau zwischen 0.6 und 0.8 etabliert. Dies deutet auf eine grössere Integration der Finanzmärkte hin. Namentlich hat die Tiefzinspolitik nach der Finanzkrise viele Anleger auf der Suche nach einer Zusatzrendite («hunt for yield») in zuvor weniger nachgefragte Segmente wie Hochzinsanleihen getrieben. Aus Sicht der strategischen Asset Allokation bedeutet dies, dass eine Kombination von Aktien und Hochzinsanleihen nun einen geringeren Beitrag zur Risikodiversifikation leistet als noch vor zwei Jahrzehnten.

Betrachtet man die relative Wertentwicklung von Aktien und Hochzinsanleihen (wiederum basierend auf Überschussrenditen) in der nächsten Grafik, so sieht man einen langfristigen Trend zu Gunsten von Aktien. Dies ist konsistent mit den Werten aus der obigen Tabelle, wonach Aktien langfristig eine etwa 4% höhere Rendite erzielen. Die Grafik zeigt aber auch mehrere Perioden, in denen die relative Wertentwicklung nach unten zeigt – also Hochzinsanleihen besser rentieren als Aktien. Dies war jeweils während grossen Marktkorrekturen der Fall. Dabei haben die Renditen von Hochzinsanleihen jene von Aktien jeweils um 20% oder mehr übertroffen.

## Relative Wertentwicklung Aktien vs. Hochzinsanleihen



Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin. Wöchentliche Daten 1990-2022.

Hochzinsanleihen weisen in Zeiten grosser Marktturbulenzen ein anderes Verhalten auf als Aktien. Zwar sind beide Anlageklassen in ähnlicher Weise starken Verlusten in der akuten Phase einer Marktkorrektur ausgesetzt, danach etablieren sich jedoch zwei unterschiedliche Entwicklungen, welche mit der Natur des jeweiligen Anlageinstruments zusammenhängt. Nach einer Marktkorrektur schnellen die Renditen auf Verfall von Hochzinsanleihen in die Höhe (in anderen Worten: die Kreditaufschläge steigen). Dies bedeutet, dass selbst wenn der Markt für Hochzinsanleihen angespannt bleibt, Anleger hohe laufende Renditen erzielen. Den Vorteil eines solch hohen Carry haben Aktionäre nicht. Ohne eine Marktberuhigung und steigende Gewinnerwartungen wird es keinen substantiellen Wiederanstieg geben. Der Unterschied zwischen Aktien und Hochzinsanleihen im Fall von grossen Drawdowns wird in der nächsten Grafik ersichtlich.

## Drawdowns von Aktien und Hochzinsanleihen



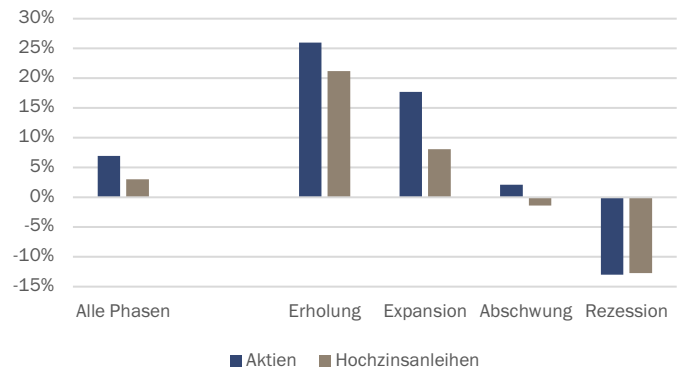
Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin. Wöchentliche Daten 1990-2022.

Die Verläufe nach dem Platzen der Dotcom-Blase und in der globalen Finanzkrise weisen grosse Ähnlichkeiten auf. Sowohl Aktien als auch Hochzinsanleihen sind massiv eingebrochen. Die jeweiligen Tiefpunkte werden ungefähr zur gleichen Zeit erreicht. Danach entwickeln sich die beiden Anlageklassen jedoch unterschiedlich, wobei Hochzinsanleihen sich deutlich schneller erholen.

## Zyklische Eigenschaften

Das Verhalten der beiden Anlageklassen in Marktkorrekturen bietet einen guten Ansatzpunkt, um das taktische Potenzial über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg zu beurteilen. Die durchschnittlichen annualisierten Überschussrenditen in den vier Phasen (d.h. Erholung, Expansion, Abschwung, Rezession) sind in der nachfolgenden Grafik abgebildet.

## Annualisierte Überschussrenditen je Marktphase



Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin. Konjunkturphasen basieren auf OECD US Leading Economic Indicator. Monatliche Daten 1990-2022.

Die zyklische Natur beider Anlageklassen spiegelt sich in den ungleichen Renditen in den vier Phasen wider. Aus Sicht der taktischen Asset Allokation liegt es daher nahe, in den ersten beiden Phasen ein Übergewicht in Risikoanlagen zu halten und in der Rezession ein Untergewicht. Wann aber sind die beiden betrachteten Anlageklassen taktisch unterschiedlich zu verwenden?

Hochzinsanleihen reagieren etwas früher auf den Abschwung, was sich aber nicht in einer grossen Renditedifferenz ausdrückt. In der Rezession verlieren Aktien und Hochzinsanleihen ungefähr gleich viel. Dies bestätigt das zuvor besprochene Drawdown-Verhalten der beiden Anlageklassen. Der grösste Unterschied ist allerdings während der Expansionsphase. Dies ist, wenn Aktionäre am Gewinnwachstum der Unternehmen teilhaben können, während Anleiheinvestoren auf die Couponzahlungen beschränkt sind. Entsprechend sind in dieser Phase Aktien klar vorzuziehen. Somit bleibt der Fall der Erholungsphase. Aktien erzielen dann zwar höhere Renditen als Hochzinsanleihen, aber der Unterschied hält sich, gemessen an den hohen Renditeniveaus, in Grenzen. Bedenkt man zudem, dass die Volatilität von Hochzinsanleihen ungefähr halb so hoch ist wie jene von Aktien, dann ergibt dies ein äusserst attraktives Rendite/Risiko-Verhältnis. Darüber hinaus weisen Hochzinsanleihen in der Erholungsphase den Vorteil auf, dass sie sich schneller und meist ohne weitere grössere Rückschläge aus Drawdowns erholen. Dies reduziert aus taktischer Sicht das Timing-Risiko (sprich: das genaue Erkennen des Tiefpunkts) für Anleger gegenüber einem frühzeitigen Engagement in Aktien, die in dieser Phase des Zyklus meist mit sehr hohen Volatilitäten verbunden sind.

## Aktienmarktvolatilität und Kreditaufschläge

Für taktische Betrachtungen der beiden Anlageklassen bieten sich zwei verbreitete Variablen an, die auch für Asset-Allokation-Betrachtungen jenseits von Aktien und Hochzinsanleihen häufig verwendet werden. Dies sind die Aktienmarktvolatilität (CBOE VIX Volatility Index) und der Kreditaufschlag von Hochzinsanleihen (Rendite ICE BofA US High Yield Index minus Rendite US 5J Staatsanleihe), abgebildet auf der nächsten Seite.

Insgesamt folgen die Bewegungen der Aktienpreisvolatilität und der Kreditaufschläge ähnlichen Mustern. Augenfällig sind die grossen Ausschläge nach oben im Zuge von Marktereignissen, wie Asien-/Russlandkrisen (1997/98), das Platzen der Dotcom-Blase (2000/03), die globale Finanzkrise (2007/09), Euro-Krise (2010/12) und die COVID-Pandemie (2020).

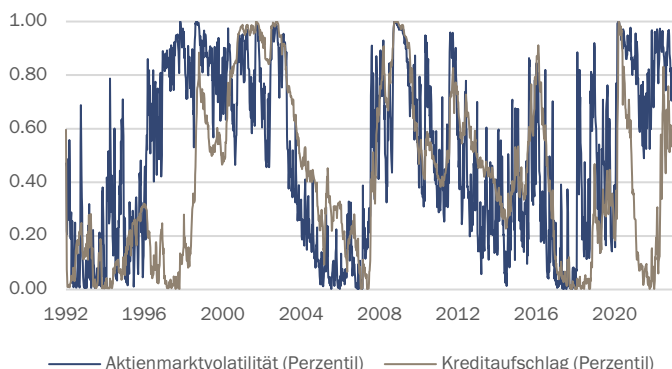
## Aktienmarktvolatilität und Kreditaufschlag Hochzinsanleihen



Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin. Wöchentliche Daten 1990-2022.

Generell variiert die Aktienmarktvolatilität stärker als die Kreditaufschläge. Über den betrachteten Zeitraum ist die mittlere Beobachtung (Median) der Aktienmarktvolatilität knapp 18 und der Kreditaufschlag für US-Hochzinsanleihen etwas über 5%. Die historischen Schwankungsbreiten sind allerdings sehr gross. Daher ist es für viele Betrachtungen hilfreich, die Variablen in relativen Werten auszudrücken. Hierzu wird ermittelt, wie hoch bzw. tief der aktuelle Wert im Vergleich zu den vergangenen 10 Jahren war (Perzentile). Damit verhindert man vor allem, dass, wie in der oberen Grafik, Ausreisser nach oben für Verzerrungen sorgen.

## Perzentile Volatilität und Kreditaufschlag



Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin. Wöchentliche Daten 1990-2022; 10J rollierend mit Jahren 1990/91 zur initialen Kalibrierung und ausgeblendet.

Der Vorteil der obigen Darstellung ist, dass die Mitte – also ein Wert von 0.5 – auch wirklich der mittleren Beobachtung zum jeweiligen Zeitraum entspricht. Für die nachfolgende Analyse werden Marktsituationen beobachtet, in denen die Werte von 0.3 und tiefer (Signal «tief») bzw. 0.7 und höher (Signal «hoch») sind. In der nebenstehenden Tabelle sind die Renditedifferenzen von Aktien und Hochzinsanleihen gegenüber dem jeweiligen Median aller Beobachtungen für unterschiedliche Anlagehorizonte aufgeführt.

Eine hohe Aktienmarktvolatilität reflektiert eine erhöhte Unsicherheit auf den Märkten und Risikoaversion der Marktteilnehmer. Dies schlägt sich in tieferen Aktienpreisen nieder, die wiederum höhere Renditen in der Zukunft erwarten lassen, was die Werte in der Tabelle bestätigen. Im Gegensatz dazu sind Renditedifferenzen im Fall tiefer Aktienvolatilitäten weniger ausgeprägt, vor allem über kürzere Anlagehorizonte. Der Grund hierfür ist, dass tiefe Volatilitäten typisch für die Expansionsphase sind, in der Aktien ge-

nerell attraktiv sind. Bei den Renditedifferenzen von Hochzinsanleihen ist zu bedenken, dass sowohl das Renditeniveau als auch die Volatilität tiefer sind als bei Aktien. Damit sind Kreditaufschläge tendenziell die besseren Indikatoren für künftige Mehr- oder Minderrenditen, als die Aktienmarktvolatilität.

## Renditedifferenz gegenüber Median in Abhängigkeit von Signalen

Aktien	3M	6M	12M	24M
Signal Aktienvolatilität «hoch»	1.71%	2.55%	4.95%	5.67%
Signal Aktienvolatilität «tief»	-0.49%	-0.53%	-2.54%	-3.25%

Hochzinsanleihen	3M	6M	12M	24M
Signal Kreditaufschläge «hoch»	1.74%	3.50%	6.81%	8.04%
Signal Kreditaufschläge «tief»	-0.45%	-0.59%	-0.92%	-4.80%

Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin. Median-Rendite über jeweiligen Zeitraum. Wöchentliche Daten 1990-2022.

Sowohl die Aktienmarktvolatilität als auch der Kreditaufschlag reflektieren die jeweilige Marktstimmung. Schlechte Wirtschaftsdaten führen in der Regel zu einem Anstieg beider Variablen. Wie oben erwähnt, eignen sich dabei Kreditaufschläge besser als die Aktienmarktvolatilität als Basis für taktische Entscheidungen. So gesehen sind Kreditaufschläge nicht nur Stimmungsindikatoren, sondern auch eine zentrale Bewertungsgrösse der Anlageklasse. Dies ist besonders dann nützlich, wenn Anleger im Übergang von der Rezessions- zur Erholungsphase mit dem Wiederaufbau von Risikopositionen beginnen.

Erhöhte Kreditaufschläge signalisieren attraktive taktische Opportunitäten, um Kursgewinne in Hochzinsanleihen zu erzielen. Steigen beispielsweise die Kreditaufschläge vom langfristigen Mittelwert von 5% auf 7% an, so können Anleger bei einer Normalisierung ca. 10% Kursgewinn (2% Reduktion des Kreditaufschlag multipliziert mit einer Duration von 5) erzielen. Dazu kommen noch die Coupons abzüglich der eingetretenen Kreditverluste (Netto-Carry-Erträge). Die daraus resultierende Rendite liegt deutlich über dem, was langfristig auf dem Aktienmarkt erzielt wird.

## Schlussbemerkungen

Renditen von Risikoanlagen variieren stark über den Konjunkturzyklus. Sowohl Aktien als auch Hochzinsanleihen schneiden am besten in der Erholung und am schlechtesten während einer Rezession ab. Obwohl Hochzinsanleihen eine deutlich niedrigere Volatilität aufweisen als Aktien, sind sowohl die Verluste in grossen Marktkorrekturen (Drawdowns) als auch die Gewinne in den nachfolgenden Erholungsphasen vergleichbar hoch. Hochzinsanleihen sind vor allem dank hoher Carry-Erträge ein gutes Instrument zu Beginn einer Markterholung, während Aktien in Expansionsphasen klare Vorteile bieten.

Mit den Anlageklassen verbunden sind zwei gängige Stimmungsindikatoren, die Aktienmarktvolatilität und der Kreditaufschlag. Letzterer ist auch ein gutes Bewertungsmass, das auf überdurchschnittliche künftige Renditen von Hochzinsanleihen hinweist.

## **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 Zusage 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 Zusage 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 künftige 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)