



J. Safra Sarasin

# CIO Update

Investment Committee Bank J. Safra Sarasin

7. Juni 2023

## Warten auf Godot

Die US-Rezession lässt weiter auf sich warten, doch der wirtschaftliche Ausblick bleibt fragil. Investoren werden für ihr Warten entschädigt. Anleihen weisen weiterhin ein attraktiveres Rendite/Risikoprofil als Aktien auf.

### Makroausblick – Lässt sich die Rezession vermeiden?

Oberflächlich betrachtet scheinen die Argumente für eine Rezession einfach und eindeutig zu sein: Eine stark inverse Renditekurve deutet darauf hin, dass insbesondere die US-Notenbank die geldpolitischen Zügel zu stark angezogen hat; ein steiler Rückgang der Ölpreise deutet auf eine nachlassende Nachfrage hin; die Verschärfung der Kreditvergabestandards wird die Wirtschaftstätigkeit abwürgen, und die Kontraktion der Geldmenge M2 könnte ein Zeichen für eine schwächelnde Wirtschaft sein. In der Zwischenzeit ist die Kreditnachfrage als Reaktion auf die höheren Zinsen eingebrochen. Die regionale Bankenkrise wird diese Gemengelage noch verschärfen, vor allem für kleine Unternehmen, die am stärksten auf diesen Kanal des Kreditzugangs angewiesen sind. Historisch gesehen treten ein Rückgang der Kreditnachfrage und eine Verschärfung der Kreditvergabestandards nur wenige Monate vor oder während einer Rezession auf. Und dennoch: das Wirtschaftswachstum in den USA für das erste Quartal dieses Jahres wurde zuletzt sogar nach oben revidiert, der US-Arbeitsmarkt ist nach wie vor stark und Unternehmensgewinne und -margen haben sich auch im ersten Quartal dieses Jahres robust gehalten. «This time is different»? Vermutlich nicht. Wir gehen davon aus, dass, im Gegensatz zu Godot in Samuel Becketts Theaterstück, eine Rezession in den USA bis Ende dieses Jahres kommen wird.

Dieser Rezession ist Deutschland – die grösste Volkswirtschaft Europas – über die Wintermonate nun doch nicht entgangen, nachdem ein milder Winter und stark gefallene Energiepreise die Hoffnung nährten, ihr entkommen zu sein. Im ersten Quartal ging die

Wirtschaftsleistung um -0.3% zurück und damit das zweite Quartal in Folge. Ausschlaggebend war ein schwacher Konsum, der von hohen Teuerungsraten belastet war. Die nachlassende Nachfrage spiegelte sich zuletzt in einem stärker als erwarteten Rückgang sowohl der allgemeinen als auch der Kerninflation wider. Die breite Verbesserung bei Letzterer verrät, dass der Rückgang nicht nur auf mechanische Basiseffekte zurückzuführen ist. Eine willkommene Entwicklung für die Europäische Zentralbank. Wenngleich die Notenbank einen Grossteil ihres Zinsweges beschritten haben dürfte, gehen wir nicht davon aus, dass sie voreilig den Inflationenkampf für beendet erklärt. Dies gilt auch für die für anderen grossen Zentralbanken und insbesondere die US-Notenbank.



### Editorial

Liebe Leserinnen und Leser

Bereits seit mehr als einem Jahr erwarten viele Ökonomen, Strategen und Analysten, aber auch Portfolio Manager eine Rezession in den USA. Das Warten auf Godot, welcher im Theaterstück von Samuel Beckett nie auftaucht, kann recht frustrierend sein. Der Ausgang scheint auch in der Realität ungewiss, doch haben sich in den letzten Monaten die Anzeichen verdichtet, dass die US-Rezession, wenn auch später als erwartet, gegen Ende des Jahres kommen wird. Die restriktive Geldpolitik der US-Notenbank dürfte die Nachfrage dämpfen und zu negativen Überraschungen bei den Unternehmensgewinnen führen. Wir bleiben daher in unseren gemischten Portfolios untergewichtet in Aktien, und setzen auf hochqualitative Anleihen. Das attraktive Zinsniveau versüsst uns zumindest das Warten während der Sommerzeit.

Philipp E. Bärtschi, CFA, Chief Investment Officer



## Anleihen – Kreditrisikoprämien zeugen von grossem Optimismus

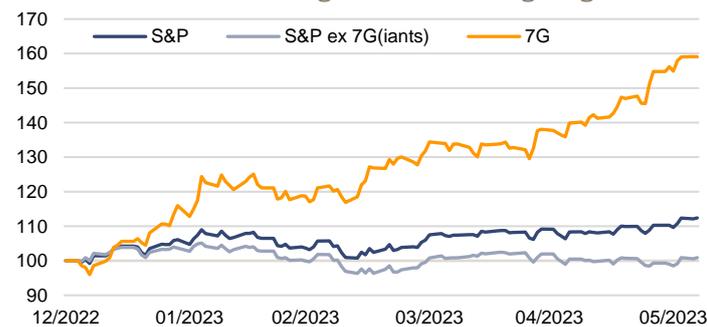
Notenbanken selbst geben den Marktteilnehmern aufgrund ihrer Datenabhängigkeit jedenfalls kaum Orientierungshilfe. Und so manifestiert sich die Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen makroökonomischen Entwicklung ungefiltert in hoher Volatilität bei den Zinserwartungen und damit insbesondere am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve. Nachdem vor einem Monat Anleger noch in diesem Jahr von ersten US-Zinssenkungen ausgingen, preist der Zinsmarkt aktuell wieder weitere Zinserhöhungen bis Jahresende ein.

Unternehmensanleihen zeigen sich trotz alledem erstaunlich robust. Kreditrisikoprämien sind stabil geblieben. Während dies für Investment-Grade-Anleihen nachvollziehbar ist und deren Risikoaufschlag gegenüber Staatsanleihen für erwartete Ausfälle im Umfeld einer Rezession auf dem derzeitigen Niveau ausreichend kompensieren, ist dies für das untere Ende des Ratingspektrums nicht der Fall. Die Kreditrisikoprämie bei Hochzinsanleihen gibt gegeben des hohen Verschuldungsgrades und damit fragilen Kapitalstruktur kaum Spielraum, durch einen Abschwung zu navigieren, selbst wenn dieser nur mild ausfällt. Hinzu kommt, dass Zentralbanken aufgrund der nach wie vor hohen Inflationsraten nicht voreilig in ein akkommodierendes Regime übergehen dürften, während der jüngste Streit um die Schuldenobergrenze in den USA darauf hindeutet, dass die Fiskalpolitik ebenfalls kaum in der Lage ist, einen ausgeprägten Ausfallzyklus zu dämpfen. Wir gehen daher von steigenden Kreditrisikoprämien und besseren Einstiegsmöglichkeiten im Laufe der kommenden zwölf Monate aus.

## Aktien – Enge Marktführerschaft

Die Renditeunterschiede an den Aktienmärkten zwischen einzelnen Sektoren sind extrem hoch, insbesondere in den USA. Acht von elf Sektoren schneiden schlechter als der Gesamtmarkt ab. Oder um es noch deutlicher zu machen: Entfernt man die grössten sieben Unternehmen des S&P 500, notiert der Index unverändert gegenüber Jahresbeginn. Die jüngste Aktienmarktstärke ist die konzentrierteste seit 25 Jahren und kein Ausdruck von Robustheit.

### Aktienmarktstärke von wenigen Unternehmen getragen



7G(iants) = Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, Tesla

Quelle: Refinitiv, Bank J. Safra Sarasin, tägliche Daten, 1.1.2023 bis 6.6.2023

Dieses Bild zeigt sich auch anhand der zuletzt verbesserten Gewinnerwartungen, die sich ebenfalls hauptsächlich im Technologiesektor finden. Die Performance auf Indexebene verschleiert damit zu einem gewissen Teil die zugrundeliegende Realität. Bei insgesamt wieder gestiegenen Bewertungen liegt in diesem Kontext ein vorsichtigeres Agieren nahe.

## Asset Allocation – Rezession voraus?

Das makroökonomische Umfeld hat sich in den vergangenen Monaten robuster gezeigt als erwartet. Inflationsraten, die weit oberhalb der Zielraten der Zentralbanken verharren, erhöhen jedoch den Druck auf die Währungshüter, ihren Zinserhöhungspfad fortzusetzen, was entsprechend stärker auf der Wirtschaftsaktivität lasten dürfte. Anzeichen hierfür zeigen sich in mehr und mehr Frühindikatoren, die nach der Erholung der vergangenen Monate zunehmend an Kraft verlieren.

Unternehmen werden es in diesem Umfeld schwer haben, ihr Gewinnwachstum beizubehalten und das hohe Margenniveau zu verteidigen. Wir bleiben daher in Aktien untergewichtet, mit einer Präferenz für defensive Regionen und Sektoren.

In Anleihen bleiben wir übergewichtet, mit einer Präferenz für hochqualitative Anleihen – auch inflationsgesicherte Anleihen sind aufgrund der höchsten Realrenditen seit 2009 attraktiv. Am unteren Ende des Ratingspektrums bleiben wir untergewichtet. Insbesondere Hochzinsanleihen dürften im Rahmen rückläufiger Wirtschaftsaktivität unter Abgabedruck kommen und steigende Kreditrisikoprämien auf der Anlageklasse lasten. Aufgrund vorteilhafter geldpolitischer Rahmenbedingungen gefallen uns Schwellenländeranleihen, insbesondere, aber nicht ausschliesslich, in lokaler Währung. Einige Regionen, insbesondere in Lateinamerika, bekommen aufgrund vorteilhafter Inflationsentwicklungen sukzessive wieder mehr Zinssenkungsspielraum, um damit ihre Wirtschaft zu unterstützen.

Das Übergewicht in Kassenbeständen und alternativen Anlagen behalten wir bei. Ersteres, um kurzfristig taktische Opportunitäten nutzen zu können. Zweites aufgrund des positiven Diversifikationseffekts auf Portfolioebene.

### Kontakt

Philipp E. Bärtschi, CFA,  
Chief Investment Officer  
+41 58 317 3572 | philipp.baertschi@jsafrasarasin.com

## Attraktivität der einzelnen Anlagen

Anlageklasse	Gewichtung	Relative Attraktivität innerhalb der Kategorien			
Aktien	-	Industrieländer =	Schwellenländer =	Grosse Firmen =	Kleine Firmen =
Anleihen	=/+	Staatsanleihen ++	Unternehmensanleihen =	Hochzinsanleihen -	Schwellenländer =
Alternative Anlagen	+	Geldmarkt +	Wandelanleihen -	Übrige Alternative +	Immobilien =

Quelle: Refinitiv, J. Safra Sarasin

## **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.

Bei dieser Publikation handelt es sich um Marketingmaterial. Bezieht es sich auf ein Finanzinstrument, für das ein Prospekt und/oder ein Basisinformationsblatt vorliegt, sind diese kostenlos bei der Bank J. Safra Sarasin AG, Elisabethenstrasse 62, Postfach, CH-4002 Basel, Schweiz erhältlich.

### **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 SPDJI, 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 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 monegasischen 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 FCO27699. 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