

Outlook 2025

UNSERE TOP 10 PROGNOSEN FÜR DAS KOMMENE JAHR

Outlook 2025

UNSERE TOP 10 PROGNOSEN FÜR DAS KOMMENDE JAHR

Willkommen beim EFG-Ausblick 2025, in dem wir unsere zehn wichtigsten Prognosen für das kommende Jahr erläutern und überprüfen, wie gut unsere Prognosen für 2024 abgeschnitten haben.

Es ist sinnvoll, zunächst mit einem Blick auf die Weltwirtschaft zu beginnen, da sie den Rahmen für die restlichen Überlegungen für das kommende Jahr schafft. Letztes Jahr war unser Basisszenario eine weiche Landung. Dies war tatsächlich der Fall, und wir erwarten, dass das Wirtschaftswachstum 2025 wieder robust bleibt. Es könnte noch eine Reihe von Herausforderungen geben, die das Wachstum in der ersten Jahreshälfte beeinträchtigen könnten, aber diese sollten bis in die zweite Jahreshälfte abklingen. Ein Teil des Wachstums wird von der BRICS¹-Gruppe vorangetrieben, da sie an Grösse und Bedeutung gewinnt. Da sich die Inflation nahe dem Niveau vor der Pandemie befindet und wieder innerhalb der Zentralbankziele liegt, sehen wir eine stärkere Fokussierung auf den Arbeitsmarkt und Massnahmen zur Förderung der Beschäftigung.

Haushaltsdefizite der Regierungen werden weltweit eine Herausforderung bleiben, und wir werden der Abteilung für Regierungseffizienz (Department of Government Efficiency, «DOGE») genau auf die Finger schauen und darauf achten, ob sie die versprochene «radikale Transparenz» schaffen wird. Besonders in Frankreich ist das Defizit gross und es gibt keine Anzeichen einer Stabilisierung. Die Renditespannen französischer Staatsanleihen haben



sich gegenüber Deutschland ausgeweitet, gegenüber Italien ist die Differenz jedoch noch grösser. Daher sehen wir einige Bereiche mit Gelegenheiten bei den Renditespannen von Staatsanleihen. Im Rentenbereich glauben wir, dass die Renditekurven steiler werden.

Letztes Jahr haben wir die potenziellen Produktivitätsgewinne durch die Fortschritte in der künstlichen Intelligenz (KI) hervorgehoben. Die Einführung generativer KI ist schnell erfolgt, und wir glauben, dass 2025 ein Jahr sein wird, in dem sie zum Mainstream wird. Die zunehmende Nutzung von KI, die damit einhergehende stärkere Nutzung von Rechenzentren und die laufende Elektrifizierung der Verbraucher-, Industrie- und Transportbranche werden den Strombedarf in die Höhe treiben. Wir glauben, dass die – zwar umstrittene – Kernenergie die Energielücke zur Deckung dieses Bedürfnisses füllen könnte.

Für 2025 wird ein Unternehmensgewinnwachstum von über 10% erwartet, wobei das Gewinnwachstum durch die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft gestützt wird. Einige Sektoren werden besser abschneiden als andere, wobei bei denjenigen, die 2024 zu kämpfen hatten, 2025 eine Erholung zu erwarten ist. In den USA ist die Konzentration der Märkte ein relatives Risiko, das bedacht werden muss. Bei der Betrachtung der Aktiensektoren sind zyklische Konsumgüter unsere konträre Wahl für das Jahr.

Moz Afzal, Chief Investment Officer

¹ Zwischenstaatliche Organisation aus neun Ländern

Inhalt

UNSERE TOP 10 PROGNOSEN FÜR DAS KOMMENDE JAHR



Globale *Wirtschaft* und *politische* Trends

S. 4–16

- 1 Die Weltwirtschaft bleibt trotz Gegenwind widerstandsfähig
- 2 BRICS gewinnen an Bedeutung
- 3 Schwerpunkt der Politik verlagert sich von Inflation auf Beschäftigung
- 4 Staatsdefizite bleiben ein Problem

Innovation und *Veränderung*

S. 17–22

- 5 KI wird Mainstream
- 6 Wiederbelebung der Kernenergie

Chancen am *Aktien-* und *Rentenmarkt*

S. 23–33

- 7 Unternehmensgewinne erfahren weiterhin Unterstützung
- 8 Marktkonzentration: Eine relative Gefahr
- 9 Sektor der zyklischen Konsumgüter ist unser bevorzugter Sektor
- 10 Renditekurve wird steiler

Wie haben wir im Jahr 2024 abgeschnitten?

S. 34–35

Publikationen

S. 36



Globale *Wirtschaft* und *politische* Trends

Wir sehen die Weltwirtschaft 2025 trotz des Potenzials für erhöhte Handelsspannungen, der anhaltenden Probleme in China und der schwierigen Haushaltslage als widerstandsfähig. In den Industrieländern wird sich der Schwerpunkt der Politik von der Inflationskontrolle auf die Schaffung neuer Arbeitsplätze verlagern. In den Schwellenländern sehen wir, dass die BRICS zunehmend an Bedeutung gewinnt.

- 1 Die Weltwirtschaft bleibt trotz Gegenwind widerstandsfähig
- 2 BRICS gewinnen an Bedeutung
- 3 Schwerpunkt der Politik verlagert sich von Inflation auf Beschäftigung
- 4 Staatsdefizite bleiben ein Problem

Die *Weltwirtschaft* bleibt trotz Gegenwind widerstandsfähig

Prognose



Kernaussagen

Stolpersteine

Es gibt drei Stolpersteine für die Weltwirtschaft im Jahr 2025: Handelsunterbrechungen, anhaltende Probleme in China sowie hohe Staatsschulden und Haushaltsdefizite.

Änderung der Politik

Halten Sie Ausschau nach Massnahmen zur Verbesserung der staatlichen Effizienz in den USA und einer weniger restriktiven Fiskalpolitik in Deutschland.

Verbesserung im weiteren Jahresverlauf

Die Unsicherheiten sind in der ersten Jahreshälfte am grössten, sollten jedoch in der zweiten Jahreshälfte und im Jahr 2026 abklingen.



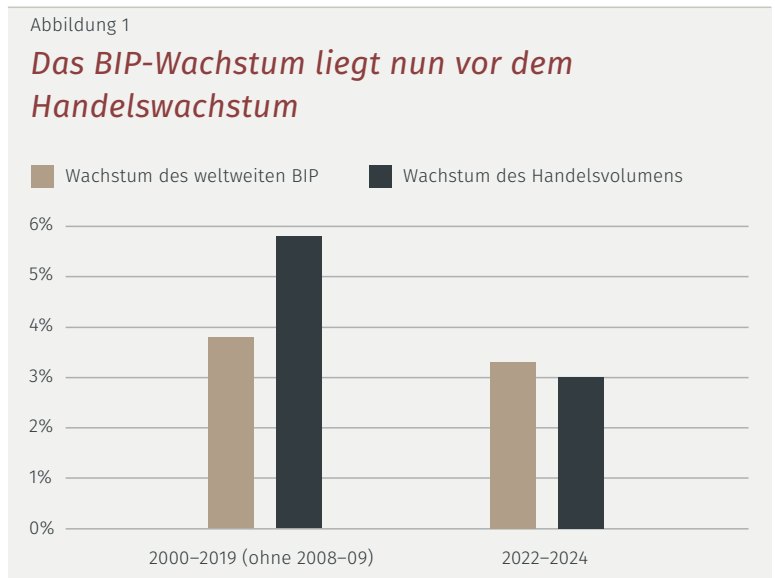
1 Die Weltwirtschaft bleibt trotz Gegenwind widerstandsfähig

Die USA können aus mehreren wichtigen Gründen besser funktionieren als andere Volkswirtschaften, wenn es um ein stärker eingeschränktes Handelsumfeld geht.

Für das globale Wirtschaftswachstum erwarten wir im Jahr 2025 drei wesentliche Herausforderungen.

1. Erstens: Die vom gewählten Präsidenten Trump geplanten Zölle auf US-Importe. Die mögliche Verhängung von Zöllen von 60% auf US-Importe aus China und von 10% bis 20% auf Importe aus dem Rest der Welt, zusammen mit wahrscheinlichen Vergeltungsmassnahmen, wäre eine deutliche Bedrohung für das Weltwachstum. Nach einer Schätzung wird dies 2025 zu 0,3% Rückgang führen.¹ Insbesondere könnten die Auswirkungen auf das US-Wachstum ähnlich sein wie auf China (ein Rückgang von 0,6%), da höhere Importkosten die US-Realeinkommen belasten. Europa, insbesondere Deutschland, könnte aufgrund seiner Autoexporte in die USA stark betroffen sein. Allgemein kann die Unsicherheit über Handelsbeziehungen weitreichende und langfristige Auswirkungen haben.

Das Wachstum des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP) ist jedoch nicht mehr so stark vom Handelswachstum abhängig wie in der Vergangenheit (siehe Abbildung 1): Die Binnennachfrage hat für viele Volkswirtschaften an Bedeutung gewonnen, um das Wachstum voranzutreiben. Darüber hinaus könnte es sein, dass solche Zölle nicht vollständig erhoben oder umgangen werden. Exporte in die USA könnten beispielsweise vom Exporteur «freiwillig» eingeschränkt oder durch Quoten eingeschränkt werden. Wechselkursbewegungen können die Zollausswirkungen ausgleichen, und die meisten Währungen haben sich seit der Wahl Trumps bereits gegenüber dem US-Dollar abgeschwächt. Die Exporte können auch über «Verbindungsländer» mit niedrigeren Zöllen umgeleitet werden (siehe Abbildung 2). Diese Faktoren könnten dazu führen, dass Exporte in die USA weniger betroffen sind als

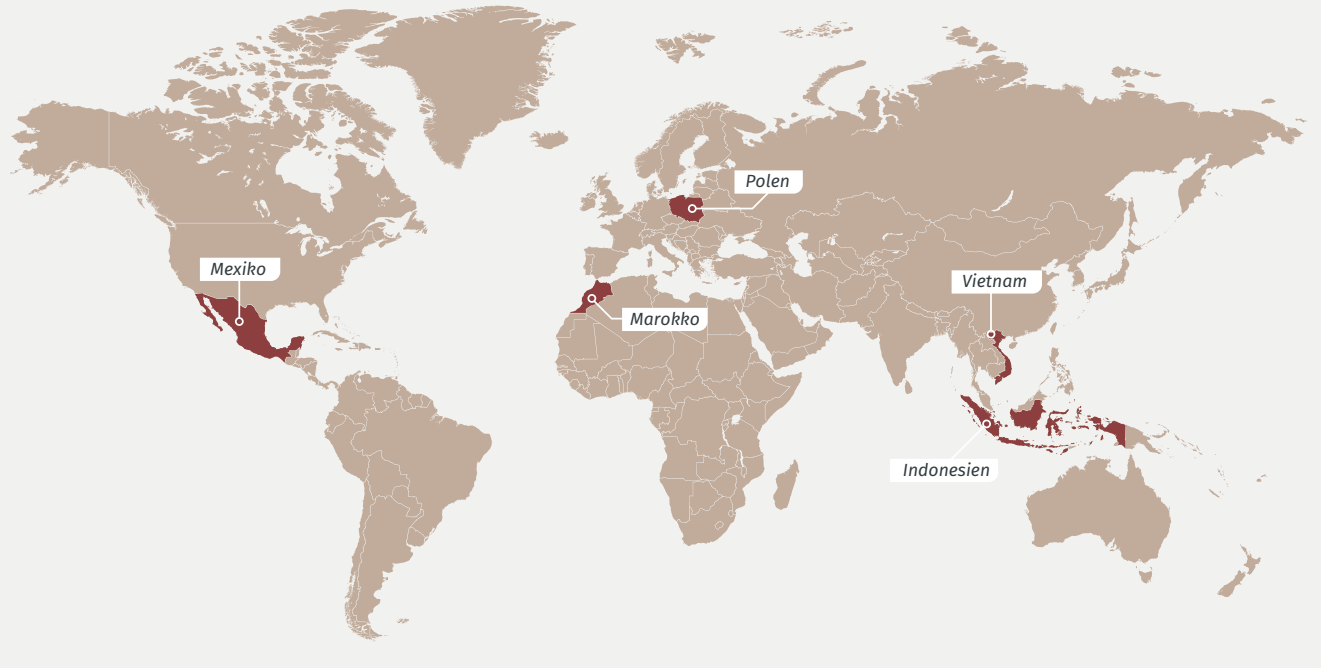


Quelle: World Economic Outlook des IWF, Oktober 2024.

Abbildung 2

Verbindungsländer ziehen fragmentierte Handelsrouten neu

■ Verbindungsländer



Quelle: Bloomberg Economics. 14. November 2024.

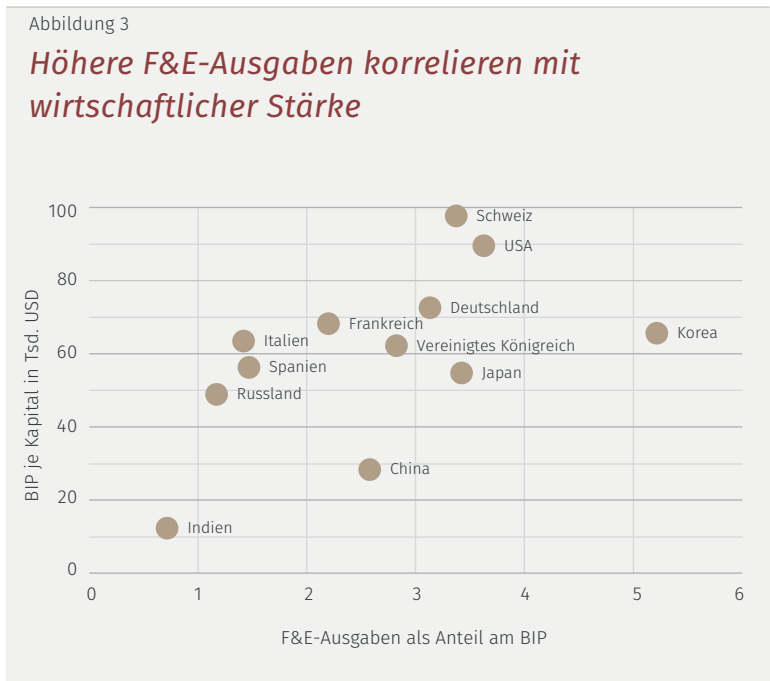
ursprünglich angenommen; sie werden jedoch alle negative Folgen für die Exportländer haben. Beispielsweise könnte eine Abwertung des Renminbi die Inflation in China erhöhen, und in Ländern mit grossen Fertigungssektoren wie Deutschland würden die Wachstumsaussichten in Mitleidenschaft gezogen.

Sicherlich können die USA aus mehreren wichtigen Gründen in einem eingeschränkten Handelsumfeld besser funktionieren als andere Volkswirtschaften. Erstens sind sie weitgehend energieunabhängig; beispielsweise waren sie nach der Invasion Russlands in die Ukraine wesentlich weniger stark vom Energiepreisschock betroffen als andere Industrieländer. Zweitens ist es eine hochinnovative Wirtschaft, die in der Lage ist, diese Innovationen in Geschäftsmöglichkeiten umzuwandeln. Die hohen Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) waren und sind eine Schlüsselstärke der US-Unternehmen (siehe Abbildung 3). Drittens haben die USA Zugang zu einer Vielzahl von Arbeitskräften aus dem Ausland, auch wenn dies Beschränkungen unterliegen könnte. Viertens sind die USA eine relativ geschlossene Wirtschaft, deren Handelsanteil am BIP viel geringer ist als in Europa und Asien. Aus diesen Gründen scheint es wahrscheinlich, dass die USA auch 2025 das Wachstum der «fortschrittlichen» Volkswirtschaften anführen werden.

2. Ein weiterer Stolperstein sind die anhaltenden Probleme der chinesischen Wirtschaft. Strukturelle Schwächen des Immobilienmarktes, hohe lokale Staatsverschuldung und schlechtes Verbrauchervertrauen können nicht schnell gelöst werden. Die Lockerung der Geldpolitik kann helfen, aber das Ausmass könnte nicht ausreichen, um eine bedeutende Wiederbelebung zu erzielen.

3. Tatsächlich könnte sich der Grad der geldpolitischen Lockerung weltweit im Jahr 2025 als enttäuschend erweisen. Der Spielraum für weitere Leitzinssenkungen wird als relativ begrenzt angesehen – in den USA und der Schweiz weniger als ein Prozentpunkt, im Vereinigten Königreich und der Eurozone etwas mehr. Sicherlich hat sich die straffe Geldpolitik als erfolgreich erwiesen, um die Inflation wieder in den Zielbereich zu bringen, und die verzögerten Auswirkungen niedrigerer Zinssätze zur Ankurbelung des Wachstums sollten sich im weiteren Verlauf des Jahres 2025 bemerkbar machen. Wenn sich die Aufmerksamkeit jedoch der Finanzpolitik zuwendet, besteht die Sorge darin, dass sie in vielen Volkswirtschaften durch hohe Defizite und Verschuldungsgrade beschränkt ist.

¹ Quelle: Aurélien Sausay, «The economic impacts of Trump's tariff proposals» (Die wirtschaftlichen Auswirkungen von Trumps Tarifvorschlägen) LSE Grantham Institute Policy Insight Oktober 2024

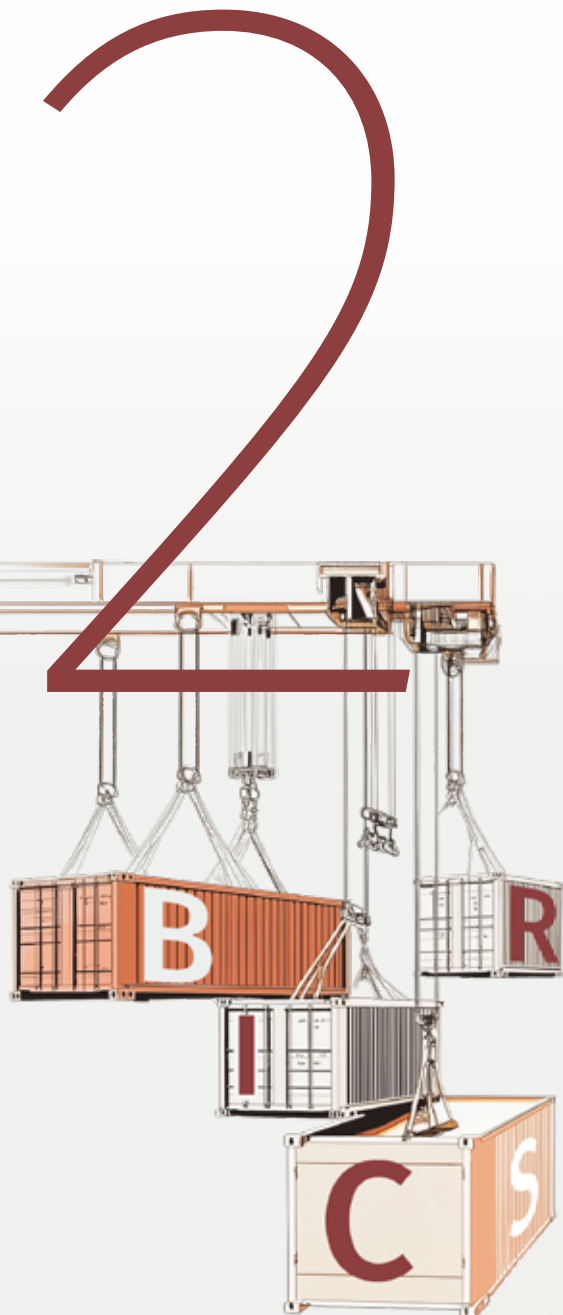


Quelle: Europäische Kommission; OECD und nationale Quellen. Die Daten für F&E beziehen sich auf 2022; die Daten für das BIP pro Kopf sind Prognosen mit PPP-Raten für 2025. Stand der Daten: 20. November 2024.

BRICS gewinnen an Bedeutung

Prognose

Kernaussagen



Die BRICS-Gruppe wird grösser

Die BRICS-Gruppe wird immer grösser und umfasst nun neun Volkswirtschaften, die 45 % der Weltbevölkerung ausmachen.

Leistung eines grösseren Beitrags zum weltweiten Wachstum

Die BRICS werden die Hälfte des weltweiten Wachstums im Jahr 2025 generieren.

Mehr Zusammenarbeit innerhalb der Gruppe

Wir sehen eine vermehrte Zusammenarbeit innerhalb der BRICS-Gruppe – im Bereich Handel und Finanzen – da sie weniger von den westlichen Volkswirtschaften abhängig werden.

2 BRICS gewinnen an Bedeutung

Abbildung 4

Grössere, bessere BRICS



45%

Anteil der Weltbevölkerung

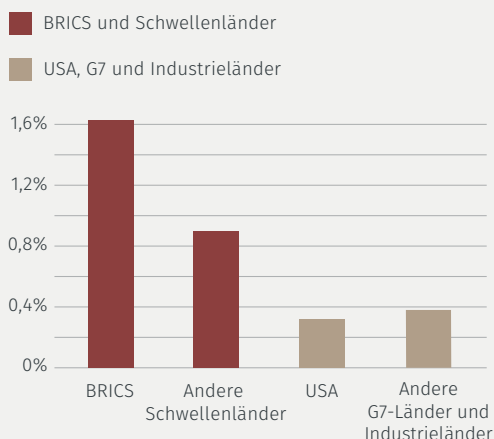
37%

Anteil am weltweiten BIP

Quelle: IWF-Weltwirtschaftsausblick über die Berechnungen von LSEG und EFGAM. Stand der Daten: 20. November 2024.

Abbildung 5

BRICS soll über die Hälfte des weltweiten BIP-Wachstums im Jahr 2025 ausmachen



3,2%

Weltweites Wachstum

Quelle: IWF-Weltwirtschaftsausblick über die Berechnungen von LSEG und EFGAM. Stand der Daten: 20. November 2024.

Die BRICS-Gruppe wird 2025 aus drei Hauptgründen weltweit an Bedeutung gewinnen.

1. Die Gruppe wird grösser. Zunächst umfasste sie vier Volkswirtschaften – Brasilien, Russland, Indien und China. 2010 traten Südafrika und Anfang 2024 der Iran, die Vereinigten Arabischen Emirate, Äthiopien und Ägypten bei. Insgesamt haben diese neun Volkswirtschaften eine Bevölkerung von 3,6 Milliarden Menschen, also 45 % der Weltbevölkerung (siehe Abbildung 4). China ist beinahe seit Beginn der BRICS-Gruppe deren grösste Volkswirtschaft. Aber Indien holt auf, unterstützt durch die Tatsache, dass seine Bevölkerung inzwischen grösser ist als die von China. Nach Wechselkurs-Kaufkraftparitäten beträgt das kombinierte BIP der BRICS USD 73 Billionen, mehr als ein Drittel des weltweiten BIP. Die Gruppe wird voraussichtlich weiter expandieren, wobei Malaysia, Thailand und die Türkei alle Mitglieder werden möchten und Saudi-Arabien über seine Einladung zur Teilnahme nachdenkt.

2. Die BRICS-Gruppierung trägt nun stark zum globalen Wirtschaftswachstum bei. Laut IWF wird für 2025 für die Weltwirtschaft ein Wachstum von 3,2% prognostiziert. Die Hälfte dieses Wachstums wird durch das BRICS generiert. Die grossen fortschrittlichen Volkswirtschaften der G7 werden nur zu 15% des Wachstums beitragen, wobei der Grossteil davon aus den USA stammt (siehe Abbildung 5).

In einer Welt, in der Handelsmuster fragmentiert werden, ist davon auszugehen, dass der Handel zwischen den BRICS noch wichtiger wird. Tatsächlich ist der Druck der globalen Handelsfragmentierung ein Anreiz für die BRICS, stärker zu kooperieren. Die natürlichen Ressourcen Brasiliens, Russlands und Irans haben diese Volkswirtschaften schon immer zu attraktiven Partnern für China gemacht. Da der Welthandel jedoch zunehmend von Technologie und Dienstleistungen dominiert wird, bleibt abzuwarten, wie gut sich die BRICS-Mitglieder gegenseitig unterstützen können. Indien und China scheinen Wettbewerber anstatt begeisterter Mitarbeiter zu sein.

3. Die BRICS haben sich bereit erklärt, Fremdwährungsreserven im Wert von USD 100 Mrd. zu bündeln und haben die New Development Bank mit Sitz in Shanghai gegründet. Seit der Aufnahme der Geschäftstätigkeit im Jahr 2015 hat sie Kredite in Höhe von fast USD 33 Mrd. genehmigt – hauptsächlich für Wasser-, Transport- und andere Infrastrukturprojekte. Im Krieg zwischen Russland und der Ukraine legte die Bank jedoch russische Projekte auf Eis und Russland konnte über das gemeinsame Fremdwährungssystem nicht auf Dollar zugreifen. Die Mitgliedsländer scheinen den Zugang zum dollarbasierten Finanzsystem gegenüber Russland priorisiert zu haben. Russland hat Änderungen bezüglich grenzüberschreitender Zahlungen zwischen den BRICS-Ländern vorgeschlagen, aber inwiefern sich dieser Vorschlag durchsetzen wird, bleibt abzuwarten. Eine BRICS-Währung, die mit dem US-Dollar konkurrieren soll, erscheint sehr unwahrscheinlich, zumal Trump einem solchen Vorhaben negativ gegenübersteht.

Natürlich wirkt die globale geopolitische Situation – insbesondere die Rolle Russlands – als Hemmnis für die Zusammenarbeit innerhalb der BRICS. 2025 könnte jedoch eine Einigung zur Beendigung des Krieges in der Ukraine erzielt werden. Ein solcher Deal würde wahrscheinlich drei Elemente umfassen: Eine Pufferzone zwischen Russland und der Ukraine, eine Vereinbarung, dass die Ukraine nicht der NATO beitrifft, und eine Aufhebung zumindest einiger Sanktionen gegen Russland. Das scheint praktikabel zu sein, auch wenn es vielleicht nicht in dem ambitionierten Zeitplan («innerhalb von 24 Stunden») liegt, der vom gewählten Präsidenten Trump vorgeschlagen wurde.

Der Fokus der *Politik verlagert* sich von der Inflation auf den Arbeitsmarkt

Prognose

3



Kernaussagen

Kampf gegen Inflation gewonnen

Der Kampf gegen die Inflation wurde weitgehend gewonnen. Der Fokus wird sich auf die Schaffung von Arbeitsplätzen verlagern.

Doppelmandat

Der Wandel ist in den USA am einfachsten, wo die Fed ein Doppelmandat hat – niedrige Inflation und maximale Beschäftigung. An anderen Orten wird dieser Wandel jedoch deutlicher zu spüren sein.

Bedeutung der Schaffung von Arbeitsplätzen

Die Schaffung von Arbeitsplätzen hat in vielen Ländern eine hohe Priorität, vor allem bei Mitarbeitenden, die aus dem Arbeitsmarkt verdrängt wurden.

3 Der Fokus der *Politik verlagert* sich von der Inflation auf den Arbeitsmarkt

Der Kampf gegen die Inflation wurde weitgehend gewonnen (in der Tat könnte sie weiter fallen und die Ziele übertreffen, insbesondere im Falle einer Haushaltskonsolidierung). 2025 wird ein Jahr sein, in dem sich der Fokus der Politik auf den Arbeitsmarkt richtet.

Die Arbeitslosigkeit in den grossen Industrieländern ist nicht besonders hoch, liegt aber über den niedrigsten Werten der letzten Jahre (siehe Abbildung 6). Darüber hinaus sind die Erwerbsquoten – der Anteil der Menschen im erwerbsfähigen Alter, die beschäftigt sind oder aktiv nach Arbeit suchen – in einigen Volkswirtschaften beunruhigend gering.

Eine solche Schwerpunktverlagerung wird in den USA dadurch erleichtert, dass die Zentralbank ein Doppelmandat hat: Preisstabilität und Höchstbeschäftigung. In der Tat unterstützte die US-Notenbank vor Covid, als die Inflation seit einiger Zeit niedrig und stabil war, offen eine Politik, die Wirtschaft «heiss» zu lassen, um mehr Arbeitsplätze zu schaffen. Dies zeigt sich am Anstieg des Verhältnisses zwischen freien Stellen und Arbeitslosigkeit ab Mitte der 2010er Jahre bis zur Pandemie.

In ihren Strategieaussagen hat die Fed nicht explizit «Höchstbeschäftigung» definiert. In der Tat ist sie wahrscheinlich sehr schwer genau zu definieren und wird sich mit Sicherheit im Laufe der Zeit ändern, was vor allem auf Faktoren zurückzuführen ist, die die Struktur und Dynamik des Arbeitsmarktes beeinflussen.

Nichtsdestotrotz plant die US-Notenbank im Laufe des Jahres 2025 eine erneute Überprüfung der Erklärung zu längerfristigen Zielen und zur geldpolitischen Strategie. Eine ähnliche Übung wurde im August 2020 vollzogen. Der Weg zu einer deutlicheren Aussage über die Beschäftigung ist offen.

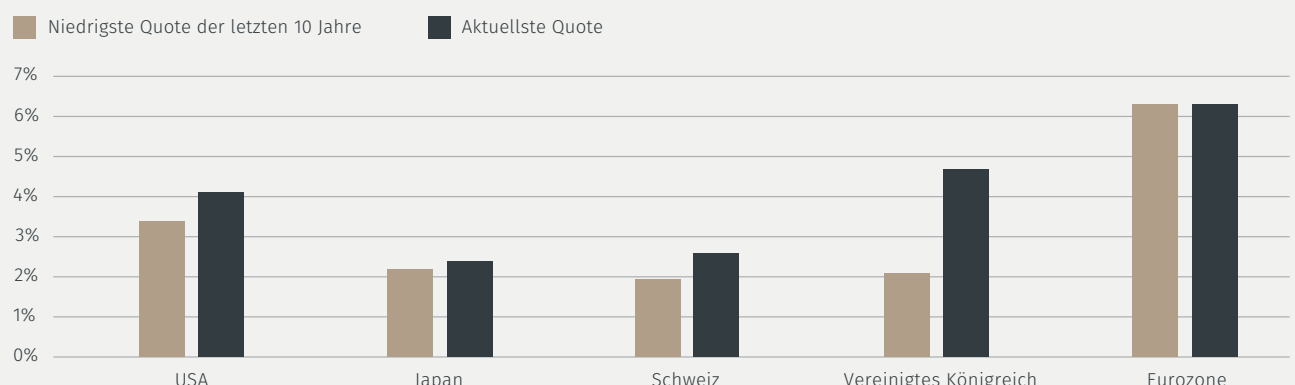
Andere Zentralbanken haben Doppelmandate, aber keine beinhalten explizit ein Beschäftigungsziel. Die Bank of England verfolgt beispielsweise das primäre geldpolitische Ziel, die Inflation mittelfristig bei 2% zu halten, wobei die Unterstützung der anderen wirtschaftlichen Ziele der Regierung ein sekundäres Ziel ist. Eine Änderung des Inflationsziels ist zwar unwahrscheinlich, aber möglich – es wird von der Regierung festgelegt. Es besteht Potenzial für ein höheres Inflationsziel, das niedrigere Zinsen und möglicherweise einen Schub für Wachstum und Beschäftigung ermöglicht.

Weltweit wird die Förderung einer höheren Beschäftigung eher durch direkte Massnahmen zur Förderung der Beschäftigung als durch indirekte monetäre Massnahmen erreicht werden. Diese Notwendigkeit ist in mehreren Schwellenländern noch wichtiger, insbesondere in Afrika, wo die Arbeitslosenquoten hartnäckig hoch bleiben.

Die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank haben natürlich nur ein einziges Mandat: Preisstabilität. Auffällig ist, dass beide im Vergleich zu den USA und dem Vereinigten Königreich niedrigere Zinssätze haben als vor der Pandemie.

Abbildung 6

Die Arbeitslosenquote liegt nahe den Tiefständen der letzten Jahre



Quelle: LSEG. Stand der Daten: 20. November 2024.

Staatsdefizite bleiben ein Problem

Prognose



Kernaussagen

Staatshaushalte und -schulden sind hoch

Die Staatsverschuldung der Welt hat USD 100 Billionen erreicht, und hohe Defizite bedeuten, dass die Verschuldung weiter steigen wird.

Keine Sparmassnahmen

Hohe Verschuldungsgrade werden nicht zu Sparmassnahmen führen. In der Tat können sich einige Länder in die entgegengesetzte Richtung bewegen

DOGE

Der Ansatz der radikalen Transparenz und die Einrichtung der Abteilung für Regierungseffizienz (DOGE) durch den gewählten Präsidenten Trump steht für einen gewagten Versuch, einen aufgeblähten öffentlichen Sektor anzugehen. Werden weitere Länder folgen?

4 Staatsdefizite bleiben ein Problem

“ Für das Vereinigte Königreich würde eine moderate weitere Reduzierung des Haushaltsdefizits ausreichen, um die Schuldenquote zu stabilisieren.

Die Haushaltsdefizite und die Verschuldung der Regierungen (akkumulierte Defizite im Laufe der Zeit) sind weltweit hoch. Die weltweiten Staatsschulden haben USD 100 Billionen erreicht und werden laut Prognosen des IWF bis Ende des Jahrzehnts auf 100 % des BIP steigen (siehe Abbildung 7). In den USA und China liegt die Verschuldung bereits in der Nähe dieser 100%-Marke. Nach der globalen Finanzkrise galt diese Verschuldung weithin als nicht nachhaltig und viele Regierungen ergriffen Massnahmen zur Stabilisierung oder Reduzierung der Verschuldung.

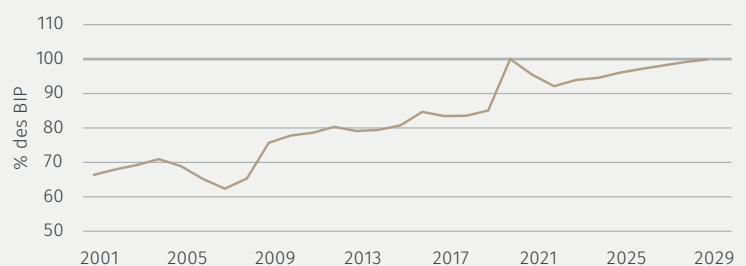
Die hohe Verschuldung löste eine Phase der Sparmassnahmen aus: Insbesondere Massnahmen zur Reduzierung der Staatsausgaben. Dies dürfte sich unter den aktuellen Umständen nicht wiederholen. Fast überall gibt es eine Intoleranz für Sparmassnahmen.

Um die Schulden- und Defizitsituation in den verschiedenen Ländern zu beurteilen, betrachten wir drei zentrale Aspekte der Situation.

1. Erstens: Liegt die Staatsverschuldung unter 100 % des BIP oder nicht? Eine darüber liegende Verschuldung wurde nach der globalen Finanzkrise als Problem angesehen, da dies als ein Niveau betrachtet wurde, über dem das Wirtschaftswachstum beeinträchtigt würde. Die Sorge hat jedoch eine längere Geschichte: Seit einiger Zeit wird es als das Niveau gesehen, bei dem ein Schneeballeffekt dazu führen würde, dass die Schuldengrenze nicht mehr unter Kontrolle ist, hauptsächlich aufgrund der Notwendigkeit, Zinsen auf die akkumulierten Schulden zu zahlen. Das ist tatsächlich eine aktuelle Sorge in den USA, wo die Zinszahlungen auf Staatsanleihen im Geschäftsjahr 2025 auf USD 1 Billion geschätzt werden, was 20 % der Staatseinnahmen entspricht.² Von den in Abbildung 8 aufgeführten 21 Volkswirtschaften (die G20 plus Schweiz) haben 2025 erfreulicherweise 15 Schuldenniveaus unter 100 % des BIP.

Abbildung 7

Die Staatsverschuldung der Welt dürfte bis Ende des Jahrzehnts 100 % des BIP übersteigen



Quelle: IWF-Finanzmonitor, Oktober 2024.

Abbildung 8

Scorecard zur Nachhaltigkeit der Verschuldung

Volkswirtschaften	Liegt die Verschuldung unter 100% des BIP?	Ist die Verschuldungsquote stabil oder fällt sie?	Wenn nicht, sind Massnahmen zur Schuldenstabilisierung realistisch?	Note A bis E
Deutschland, Schweiz, Eurozone, Russland, Indien, Türkei, Australien, Südkorea, Argentinien, Indonesien und Mexiko	JA	JA	k. A.	A
Brasilien	JA	NEIN	JA	B
Japan und Kanada	NEIN	JA	k. A.	C
China, Südafrika und Saudi-Arabien	JA	NEIN	NEIN	C
Italien und das Vereinigte Königreich	NEIN	NEIN	JA	D
USA und Frankreich	NEIN	NEIN	NEIN	E

Quelle: IWF-Finanzmonitor Oktober 2024 und EFGAM-Berechnungen. Daten sind Prognosen für 2025. Die obigen Daten basieren auf Prognosen. Bestimmte Annahmen wurden in Bezug auf die oben genannten Informationen gemacht und diese Informationen werden nur zur Veranschaulichung bereitgestellt. Änderungen dieser Annahmen können sich wesentlich auf die vorliegende Einschätzung auswirken.

2. Die zweite Frage ist, ob die Schuldenquote stabil ist oder fällt. Selbst wenn sie über 100 % liegt, kann ein stabiles oder fallendes Niveau als weniger besorgniserregend angesehen werden. Elf der 21 Länder in Abbildung 8 haben eine Verschuldung von unter 100 % des BIP und eine Verschuldung, die stabil ist oder als Anteil am BIP fällt. Wir geben ihnen die Note «A».

3. Die Kombination dieser Faktoren bestimmt unsere Einschätzung der Nachhaltigkeit der Verschuldung. Nehmen wir das Vereinigte Königreich als Beispiel: Seine Staatsverschuldung liegt über 100 % des BIP, sie steigt in den kommenden Jahren noch an, aber Massnahmen zur Stabilisierung der Verschuldung können realistisch gesehen erreicht werden. Für das Vereinigte Königreich würde eine moderate weitere Reduzierung des Haushaltsdefizits ausreichen, um die Schuldenquote zu stabilisieren.

Für die USA und Frankreich ist die Situation jedoch schlimmer. In Frankreich gibt es angesichts der bereits sehr hohen Steuerlast klare Grenzen für weitere Steuererhöhungen. Es besteht ein reales Risiko, dass die anhaltend hohen Staatsausgaben nicht angemessen angegangen werden können und dies den Privatsektor verdrängt. In den USA stellt der Ansatz der radikalen Transparenz und die Etablierung des DOGE durch den gewählte Präsidenten Trump einen gewagten Versuch dar, einen aufgeblasenen öffentlichen Sektor anzugehen. Es bleibt abzuwarten, wie effektiv die neue Abteilung sein wird und ob andere Länder tatsächlich einen ähnlichen Ansatz verfolgen, wenn sie schnell Erfolg verbucht.

² Quelle: CBO-Budgetprognosen Juni 2024



Innovation and Veränderung

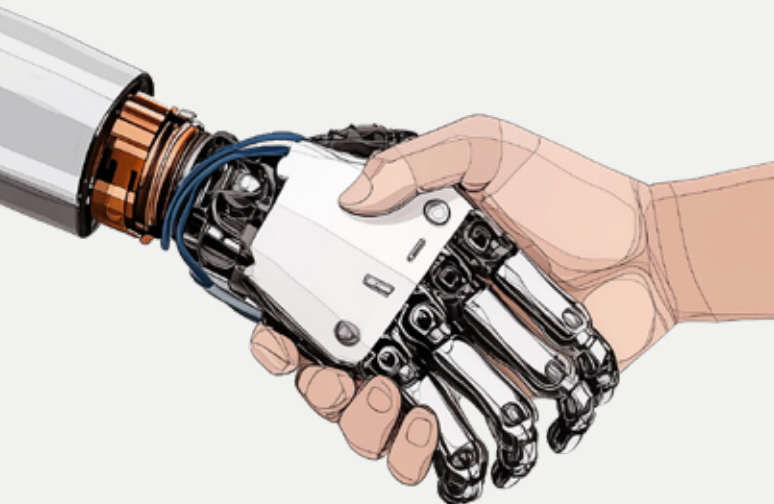
Die schnelle Einführung generativer KI wird 2025 ein grosses Thema sein. Ebenso wird der Strombedarf steigen und die Kernenergie an Attraktivität gewinnen. Unternehmen und Länder, die solche Quellen nutzen können, verschaffen sich einen Wettbewerbsvorteil.

- 5 KI wird Mainstream
- 6 Wiederbelebung der Kernenergie

KI wird *mainstream*

Prognose

5



Kernaussagen

Schnelle Einführung generativer KI

Die generative KI hat sich schneller verbreitet als das Internet, als es eingeführt wurde.

USA sind der Marktführer

Die USA sind bei der Entwicklung von KI in Vergleich zu Europa und China führend. Dies ist ein grosser Wettbewerbsvorteil für die USA.

Eine neue Infrastruktur

Cloud-basierte Infrastruktur muss wachsen und sich an diese Veränderungen anpassen.

5 KI wird *mainstream*

” Jensen Huang, CEO von Nvidia, hat die Erwartung geäußert, dass sich die Rechenleistung, die den Fortschritt in der KI vorantreibt, jährlich vervierfacht.

Die Einführung generativer KI war schnell. Laut einer Studie³ verwenden 40 % der Benutzer sie jetzt am Arbeitsplatz. Das ist doppelt so viel wie die Einführungsrate des Internets in einer ähnlichen Phase nach seiner Einführung. Generative KI entwickelt sich schnell zu einer Mainstream-Technologie, und 2025 wird ein Jahr sein, in dem sie weit voranschreitet. Das könnte durchaus der Beginn einer mehrjährigen Entwicklung in der Branche sein. Jensen Huang, CEO von Nvidia, hat die Erwartung geäußert, dass sich die Rechenleistung, die den Fortschritt in der KI vorantreibt, jährlich vervierfacht. Das heisst, sie würde im Laufe des nächsten Jahrzehnts um das Millionenfache steigen.

Natürlich gibt es immer einen gewissen Hype um neue Innovationen. Manchmal ist dies durch zukünftige Entwicklungen gerechtfertigt. Der derzeitige Umfang der Internetnutzung übersteigt die Erwartungen zum Zeitpunkt der ersten IPOs von Amazon und Google im Jahr 1997 bzw. 2004.

Die USA sind bei Investitionen in KI klar führend (Abbildung 9), wobei China und Europa nach einer Schätzung weit zurückbleiben. Dies stellt eine wichtige Quelle der Stärke für die US-Wirtschaft dar, insbesondere wenn sie, wie wir erwarten, zu einem höheren Produktivitätswachstum führt. Die Schätzungen der möglichen Auswirkungen auf das Produktivitätswachstum sind jedoch sehr unterschiedlich.

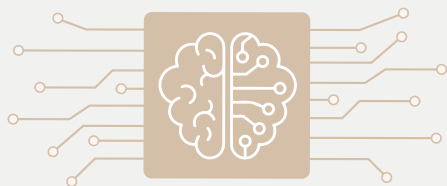
KI ist eine disruptive Technologie, und wie bei allen solchen Entwicklungen werden sich die Beschäftigungsverhältnisse unvermeidlich verändern. Der Wechsel von den derzeit weit verbreiteten CPU-Chips in Computern, Autos und Cloud-Speichern zu GPU-Chips, die für KI und maschinelles Lernen verwendet werden, ist eine solche Veränderung.

Eine grosse Sorge, die sich daraus ergibt, ist, dass KI-Technologien sehr energieintensiv sind. Sie werden zusätzliche Anforderungen an die Stromerzeugung in einer Welt stellen, die sich bereits auf eine höhere Stromnutzung umstellt (im Transport, bei Elektrofahrzeugen, in der Industrie, mit einem Abrücken von fossilen Brennstoffen und im Hausgebrauch, bei Klimaanlage und Heizungen). Das führt uns zu unserem nächsten Hauptthema: dem Anstieg des Strombedarfs und der Art und Weise, wie dieser gedeckt wird.

³ Quelle: Federal Reserve Bank of St Louis.

Abbildung 9

US-Investitionen in KI-Bereich übertreffen die Investitionen in China und der Eurozone



Investitionen in KI im letzten Jahrzehnt

USA

320 Mrd. USD

China

100 Mrd. USD

Eurozone

20 Mrd. USD

Quelle: Banca d'Italia, Gouverneur Fabio Panetta, IWF-Weltbanksitzungen, 23. Oktober 2024.

Wiederbelebung der *Kernenergie*

Prognose

6

Kernaussagen

Anstieg des Strombedarfs

Die Elektrifizierung von Wohnen, Transport und Industrie, Rechenzentren und Kryptowährungen wird den weltweiten Strombedarf erhöhen.

KI-Suchanfragen sind sehr energiehungrig

Der Stromverbrauch von KI und KI-fähigen Suchvorgängen ist deutlich höher als bei Standardsuchvorgängen: Zehnmal so hoch oder sogar noch höher.

Bedarfsdeckung durch Kernenergie

Kernenergie, insbesondere mit kleinen modularen Reaktoren, wird die Antwort auf diesen erhöhten Strombedarf sein. Der Wettbewerbsvorteil wird der Katalysator sein.



6 Wiederbelebung der Kernenergie

Abbildung 10

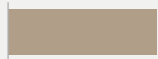
KI-gestützte Suchanfragen sind wesentlich energieintensiver

Google-Suche



0,3 Wh

ChatGPT



2,9 Wh

KI-gestützte Google-Suche



8,0 Wh

Quelle: Alex de Vries: The growing energy footprint of AI.

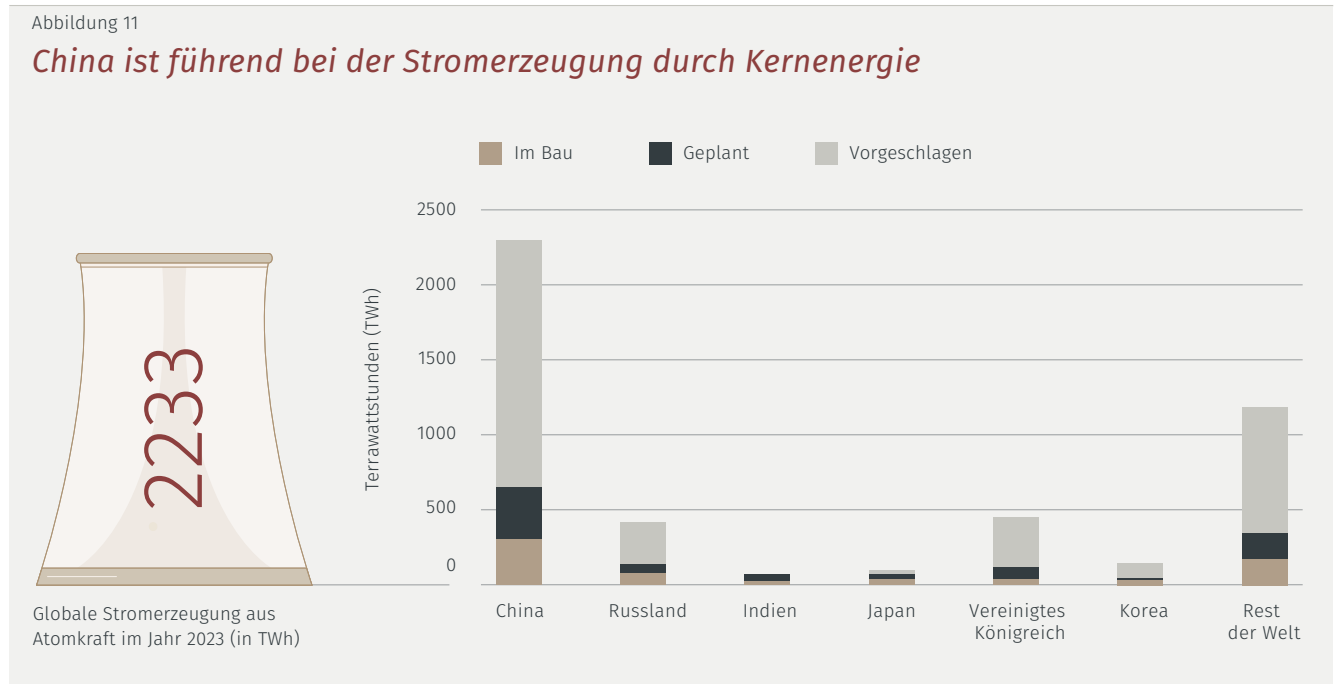
In den kommenden Jahren wird der weltweite Strombedarf durch die laufende Elektrifizierung von Wohnungen, Verkehr und Industrie sowie durch einen deutlichen Ausbau der Rechenzentren in die Höhe getrieben. Der Anteil des Stroms am Endenergieverbrauch wird voraussichtlich weiter steigen: Von 18 % im Jahr 2015 auf 20 % im Jahr 2023 und 30 % im Jahr 2030 (im Szenario «Netto-Null-Emissionen des IEA bis 2050», ein Pfad, der darauf ausgerichtet ist, die globale Erwärmung auf 1,5 °C zu begrenzen).

Der Stromverbrauch von Rechenzentren, KI und Kryptowährungen könnte sich zwischen 2023 und 2026 verdoppeln und 2026 1'000 Terawattstunden (TWh) erreichen. Das entspricht dem aktuellen Stromverbrauch Japans und entspricht dem erwarteten Strombedarf aller Elektrofahrzeuge im Jahr 2030.

Der Stromverbrauch von KI und KI-fähigen Suchvorgängen ist deutlich höher als bei Standardsuchvorgängen: Zehnmal so hoch oder sogar noch höher. Auf der Grundlage des erwarteten schnellen Wachstums bei KI-bezogenen Suchanfragen haben verschiedene Technologieunternehmen versucht, in die Erzeugung von Kernenergie zu investieren, entweder durch die Wiederinbetriebnahme von stillgelegten Standard-Kernkraftwerken oder durch die neue Technologie von kleinen modularen Reaktoren (SMRs). SMRs sind kompakt, einfach in einer Fabrik zu konstruieren und dann zu transportieren und vor Ort zu montieren. Wenn sie zur Stromversorgung von Rechenzentren verwendet werden, befinden sie sich in der Regel an einem gemeinsamen Standort. SMRs verfügen über eine Generationskapazität, die in der Regel einige hundert Megawatt (MW) beträgt. Mehrere SMRs, die zusammen laufen, hätten eine ähnliche Kapazität wie ein herkömmliches Kernkraftwerk (700–1000 MW). Angesichts der Tatsache, dass Kernenergie fast kontinuierlich Strom erzeugen kann, würde der von einem 1000-MW-System erzeugte Strom fast 1000 TWh pro Jahr betragen.

Wir sehen in dieser Entwicklung einen wichtigen Faktor für die nationale Sicherheit. Die USA generieren fast ein Fünftel ihres Strombedarfs aus Atomstrom, jedoch ist der Anteil in mehreren europäischen Ländern und Südkorea deutlich höher. Das bringt ihnen einen relativen Vorteil gegenüber Ländern wie Deutschland, die ihre Kernenergieprogramme eingestellt haben, einem Prozess, der nach der Explosion des Kernkraftwerks in Tschernobyl im Jahr 1986 und der Fukushima-Katastrophe im Jahr 2011 intensiviert wurde.

In China wird die Kernkapazität mit sehr hoher Geschwindigkeit erhöht (siehe Abbildung 11). Die im Bau befindliche, geplante oder vorgesehene Stromerzeugung aus Kernenergie beläuft sich auf mehr als 2000 TWh, ähnlich der weltweiten Stromerzeugung aus Atomenergie im Jahr 2023. Wenn dies umgesetzt wird, wird es eine weitere neue Dimension des relativen Vorteils Chinas gegenüber anderen grossen Volkswirtschaften geben.





Chancen am *Aktien-* und *Rentenmarkt*

Wir erwarten, dass die Unternehmensgewinne, insbesondere in den USA, im Jahr 2025 weiterhin unterstützt werden. Die hohe Konzentration des US-Aktienmarktes ist an sich kein Problem. Wir bevorzugen den Sektor der zyklischen Konsumgüter: Die Verbraucher sind in einer besseren Lage, um Geld auszugeben, und der Sektor ist im Vergleich zu anderen Sektoren relativ günstig. An den Anleihemärkten zeigen sich zwei allgemeine Gelegenheiten: Eine steiler werdende Renditekurve und Gelegenheiten bei Renditespannen.

- 7 Unternehmensgewinne erfahren weiterhin Unterstützung
- 8 Marktkonzentration: Eine relative Gefahr
- 9 Sektor der zyklischen Konsumgüter ist unser bevorzugter Sektor
- 10 Renditekurve wird steiler

Unternehmensgewinne erfahren weiterhin Unterstützung

Prognose



Kernaussagen

Wachstum der Unternehmensgewinne

Die Unternehmensgewinne sind in der Vergangenheit langfristig gestiegen. Kurzfristig ist es für den Aktienmarkt jedoch wichtig, inwieweit sie die Erwartungen übertreffen.

Kann das Gewinnwachstum 2025 positiv überraschen?

In den letzten zwei Jahren entsprachen die Gewinne weitgehend den Erwartungen und der S&P 500 erzielte jedes Jahr Gewinne von über 20%. Die aktuellen Markterwartungen liegen für 2025 bei einem Gewinnwachstum von 10%.

Marktkonzentration

Eine mögliche Ursache für die Besorgnis darüber, ob ein solches Gewinnwachstum erreicht werden kann, ist der Konzentrationsgrad auf dem US-Aktienmarkt.

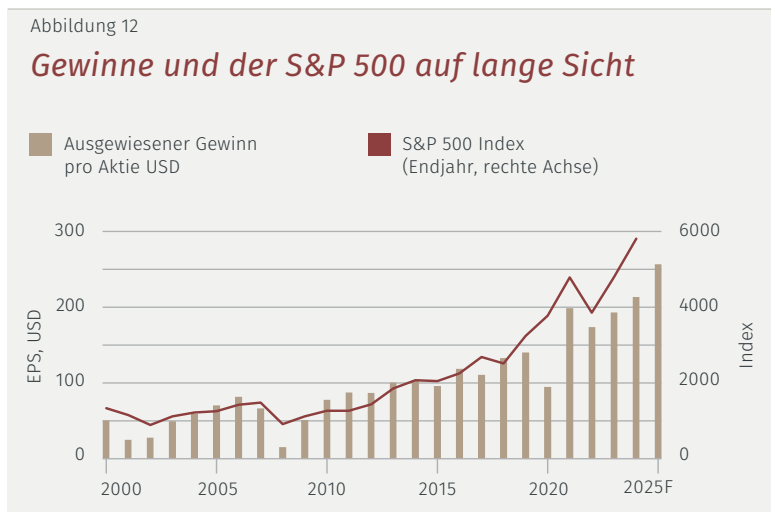
7 Unternehmensgewinne erfahren weiterhin Unterstützung

Die derzeitigen Erwartungen sehen ein Wachstum von 10% im Jahr 2025, ein wenig über dem langfristigen Trendwachstum der Gewinne.

In der Regel steigen die Unternehmensgewinne im Laufe der Zeit infolge des nominalen Wachstums (reales Wachstum und Preissteigerungen zusammen) der Wirtschaft. Das ist in einem Sinn der ultimative Treiber für das «Top-Line»- oder «Umsatz»-Wachstum aller Unternehmen. Für US-amerikanische S&P-500-Unternehmen zeigt sich dieser Trend in Abbildung 12. Das langfristige Wachstum des Gewinns je Aktie im S&P 500 wird neben dem S&P 500 Index dargestellt. Die rechte Achse mit dem Kursindex entspricht dem 20-Fachen der linken Achse und zeigt das Ergebnis je Aktie. Wenn sich also die beiden Serien genau parallel zueinander bewegen, würde der S&P 500 Index konstant mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 20 gehandelt. Das ist natürlich nicht der Fall. Das Schema ist keineswegs linear. Von Jahr zu Jahr bestehen deutliche Schwankungen, wenn der Preisindex im Verhältnis zum Ertragsniveau hoch oder niedrig wird. Der allgemeine Trend ist jedoch offensichtlich.

In kürzeren Zeiträumen korreliert das Gewinnwachstum im Vergleich zu den Erwartungen – oft als «Gewinnüberraschung» bezeichnet – jedoch mit den Renditen des S&P 500 (mit einem Korrelationskoeffizienten von 37% im Zeitraum zwischen 1. Januar 1989 und 5. November 2024). Wir betrachten die erwarteten Gewinne als Trendrate des Gewinnwachstums, nicht als die Erwartungen zu Beginn jeden Jahres – die sehr volatil sein können.

Mehrere Jahre sollten hervorgehoben werden. 2021 lagen die Gewinne deutlich über den Erwartungen und der S&P 500 erzielte Renditen von 27%. Im Folgejahr enttäuschten die Gewinne im Verhältnis zu den Erwartungen und die Renditen lagen bei minus 20%. In den letzten zwei Jahren entsprachen die Gewinne weitgehend den Erwartungen und der S&P 500 erzielte in jedem Jahr Gewinne von über 20%.

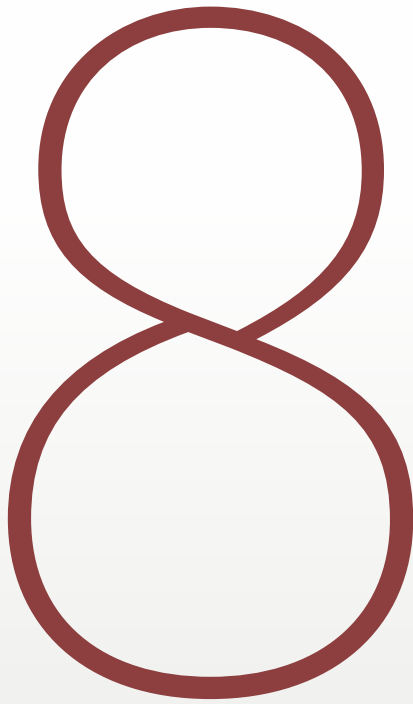


Quelle: Howard Silverblatt, S&P Dow Jones Indices, S&P 500 Earnings and Estimate Report. Stand der Daten: 24. Oktober 2024. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.**

Mit Blick auf die Zukunft legt dies nahe, dass der Schlüssel zu Renditen darin liegt, ob die Gewinnerwartungen für 2025 erfüllt werden. Derzeit wird für 2025 ein Wachstum von 10% erwartet, was etwas über dem langfristigen Gewinnwachstum liegt (6% p.a. in den letzten zehn Jahren). Eine mögliche Ursache für die Besorgnis darüber, ob ein solches Gewinnwachstum erreicht werden kann, ist der Konzentrationsgrad auf dem US-Aktienmarkt – unser nächstes Hauptthema für 2025.

Marktkonzentration: Eine relative Gefahr

Prognose



Kernaussagen

Die 10 grössten Unternehmen auf dem US-Markt

Die 10 grössten Unternehmen im S&P 500 Index machen derzeit 35% seiner Marktkapitalisierung aus. Eine solche Konzentration ist seit Ende 1962 nicht mehr zu beobachten.

Drei Faktoren, die zu berücksichtigen sind

Drei Faktoren lassen darauf schliessen, dass dies an sich kein Problem ist: Historische Parallelen, Auswahl geeigneter Bewertungsmaassstäbe und das Risiko, nicht die grössten Aktien zu halten.

Parallelen zu den späten 1990ern?

Der «Dot com»-Boom von TMT (Technologie, Medien und Telekommunikation) der 1990er war das letzte Mal, als wir eine ähnliche Konzentration sahen. Der wurde zur Dot-com-Pleite. Die Ertrags- und Bewertungstrends deuten jedoch darauf hin, dass das Risiko einer Wiederholung gering ist.



8 Marktkonzentration: Eine relative Gefahr

Die 10 grössten Unternehmen im S&P 500 Index machen derzeit 35 % seiner Marktkapitalisierung aus. Der Markt ist daher stärker konzentriert als seit vielen Jahren. Eine solche Konzentration war seit Ende 1962 nicht mehr zu beobachten, als AT&T allein über 10 % des S&P 500 ausmachte. Es gibt viele Kommentare, die vor den Gefahren einer solchen Konzentration warnen, insbesondere angesichts der hohen KGV dieser Top-10-Aktien. Wir möchten drei Hauptpunkte anführen, die darauf hindeuten, dass dies an sich kein Problem darstellt, sondern vielmehr Fragen in Bezug auf die Bewertung und Performance dieser grossen Unternehmen im Vergleich zum Rest des Marktes aufwirft.

1. In Bezug auf diesen früheren Zeitraum hoher Marktkonzentrationen in den 1960er Jahren gewann der S&P 500 ab Ende 1962 (als die Marktkapitalisierung der 10 grössten Aktien zum ersten Mal 35 % überstieg) weitere 50 %, bis im Februar 1966 schliesslich eine Baisse begann. Es waren also mehr als drei Jahre, bevor sich die befürchtete Baisse einstellte.

2. Die Bewertung der zehn grössten Aktien kann nicht ordnungsgemäss anhand einer einfachen Kennzahl wie dem historischen Kurs-Gewinn-Verhältnis beurteilt werden. Vielmehr müssen die Aussichten für Umsatz- und Gewinnwachstum, Cashflow, Reinvestitionsbedarf und die Wettbewerbslandschaft und jede Erhöhung oder Kontraktion der Bewertungskennzahlen berücksichtigt werden.

3. Der Verzicht auf die grössten Aktien ist an sich schon eine etwas riskante Strategie, wenn man sich an der Performance eines breiten US-Aktienmarktindex misst. Aber darüber hinaus birgt der Verzicht auf diese Aktien ein hohes Tracking-Error-Risiko.

Das letzte Mal, als wir eine starke Performance des US-Aktienmarktes auf der Basis einer geringen Anzahl von Aktien erlebten, fand Ende der 1990er Jahre statt. Das war die Zeit des TMT (Technologie, Medien und Telekommunikation) und «Dot com»-Booms. Dieser Boom wurde Anfang der 2000er Jahre zur Pleite. Abbildung 13 zeigt interessante Parallelen zwischen damals und heute. Der S&P 500 Index stieg in den sechs Jahren vom 1. Januar 1994 bis 1. Januar 2000 um 215 %. Der Gesamtanstieg übertraf den Gewinnanstieg (101 %), und das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Gesamtmarktes stieg von 20,2 auf 31,6.

In den sechs Jahren ab dem 1. Januar 2019 legte der S&P 500 um 139 % zu, deutlich weniger als in dem früheren 6-Jahres-Zeitraum. Das Gewinnwachstum war nur halb so stark wie Ende der 1990er Jahre. Infolgedessen hat sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis in den beiden Zeiträumen fast gleich stark erhöht. Auf dieser Basis scheint die Zeit für eine bevorstehende Korrektur am Markt nicht reif zu sein.

Dennoch gibt es an anderer Stelle des breiten US-Aktienmarktes relativ bessere Chancen. Wir sehen günstige Aussichten für kleine und mittlere Unternehmen in Wachstumsbereichen des Marktes (insbesondere Technologie), in denen die Bewertungen angemessener sind als die der Large-Cap-Aktien. Darüber hinaus können solche Unternehmen von Vorteil sein, wenn der designierte Präsident Trump eine Agenda verfolgt, grössere Unternehmen aus Wettbewerbsgründen aufzubrechen.

Abbildung 13

Genau wie in den 1990ern?

	S&P 500 Index	S&P-500-Gewinne	Anstieg des KGV
1. Januar 1994 – 1. Januar 2000	+215 %	+101 %	+56 % (von 20,2 auf 31,6)
1. Januar 2019 – 14. Januar 2024	+139 %	+51 %	+58 % (von 18,7 auf 28,4)

Quelle: LSEG Data & Analytics und EFGAM-Berechnungen. Stand der Daten: 14. November 2024.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.

Sektor der zyklischen Konsumgüter ist unser bevorzugter Sektor

Prognose



Kernaussagen

Unsere Sektorauswahl

Der Sektor der zyklischen Konsumgüter ist unser bevorzugter Bereich des US-amerikanischen und globalen Aktienmarktes für 2025.

Unterstützung durch Fundamentaldaten

Lohnwachstum, Beschäftigungstrends, kumulierte Einsparungen, Vermögenseffekte und sinkende Zinssätze unterstützen die Verbraucherausgaben im Jahr 2025 in unterschiedlichem Ausmass.

Bewertungen am Aktienmarkt

Die Bewertungen im Sektor der zyklischen Konsumgüter sind in den USA relativ billiger und ausserhalb der USA sogar noch billiger.

9 Sektor der zyklischen Konsumgüter ist unser bevorzugter Sektor

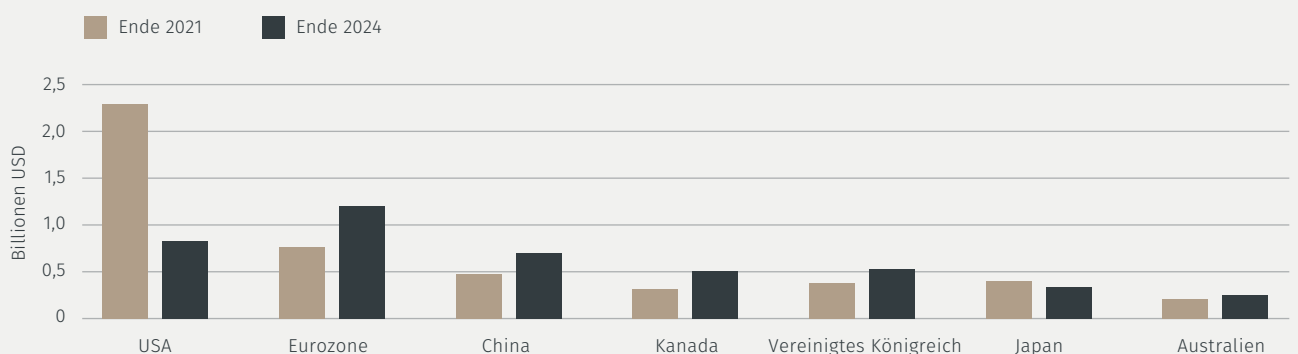
Der Sektor der zyklischen Konsumgüter ist unser bevorzugter Bereich des US-amerikanischen und globalen Aktienmarktes für 2025. Wir sehen 2025 drei weitgehend unterstützende wirtschaftliche Fundamentaldaten für diesen Sektor.

1. Erstens dürfte sich das Lohn- und Beschäftigungswachstum in den meisten Volkswirtschaften gut behaupten. Die Löhne dürften real steigen, da die Nominallohnzuwächse (die an sich eine verzögerte Reaktion auf die vergangene hohe Inflation waren) die Inflation überholen, die ihrerseits weiter sinken wird. Wir sehen dieses Phänomen in den USA, im Vereinigten Königreich, Europa, Japan und China.

2. Zweitens haben die Verbraucher nach unseren Schätzungen in der Eurozone, im Vereinigten Königreich, in China und in Kanada auch nach der Pandemie noch einen gewissen Sparüberschuss angesammelt (siehe Abbildung 14). In den USA wurde dieser Sparüberschuss jedoch weitgehend aufgezehrt und die aktuelle Sparquote ist niedrig. In den USA haben die Verbraucher jedoch stärkere Vermögenseffekte durch steigende Aktien- und Immobilienmärkte erlebt. Tatsächlich sind diese kumulierten Vermögenszuwächse in den USA viel grösser als die Sparüberschüsse auf ihrem Höchststand. Im dritten Quartal 2024 lag das Nettovermögen der Haushalte um bis zu USD 46 Billionen höher als unmittelbar vor Covid.

Abbildung 14

US-Sparüberschuss erodiert und geringe Sparquote andernorts



Quelle: Berechnungen des US LSEG und EFGAM. Stand der Daten: 20. November 2024.

3. Drittens werden sinkende Zinssätze den Verbrauchern zugutekommen, insbesondere im Vereinigten Königreich, wo ein grösserer Anteil der Kreditaufnahme an kurzfristige Zinssätze geknüpft ist.

Im Sektor der zyklischen Konsumgüter liegen die Bewertungen auf der Grundlage unseres eigenen Modells nahe am angemessenen Marktwert. Dabei werden sieben Bewertungskennzahlen berücksichtigt. Diese Marktbewertung bezieht sich auf den globalen Sektor der zyklischen Konsumgüter, der relativ höhere Bewertungen in den USA und niedrigere Bewertungen in Europa, dem Vereinigten Königreich, Asien und Japan aufweist. Andere Sektoren sind entweder günstiger bewertet oder es fehlt eine fundamentale Unterstützung.

Renditekurve wird steiler

Prognose

10

Kernaussagen

Chancenspektrum

Am Rentenmarkt gibt es immer eine interessante Bandbreite an Gelegenheiten. 2025 sehen wir zwei besonders interessante Bereiche.

Renditekurve wird steiler

Wir gehen davon aus, dass die Renditekurven generell steiler werden, insbesondere in den USA.

Renditespannen

Es gibt Gelegenheiten im Zusammenhang mit Renditeaufschlägen in der Eurozone sowie in den Unternehmens- und High-Yield-Märkten und der BRICS.

10 Renditekurve wird steiler

Es gibt zwei interessante Bereiche, in denen wir 2025 an den Rentenmärkten Chancen sehen.

1. Zunächst gehen wir davon aus, dass die Renditekurven generell steiler werden, insbesondere in den USA (siehe Abbildung 15). Diese Ansicht wird von vielen geteilt. Die konventionelle Erklärung ist, dass es weitere kurzfristige Zinssenkungen durch die politischen Entscheidungsträger geben wird, wenn die Inflation weiter abnimmt, und dass es aufgrund hoher und potenziell steigender Staatsdefizite Aufwärtsdruck auf die langfristigen Anleiherenditen geben wird. In drei der letzten vier Phasen, in denen die Renditekurve steiler wurde, verlief die Dynamik jedoch anders. In den Jahren 1989 bis 1992 wurde die Renditekurve steiler – von -18 Basispunkten auf +389 Basispunkte. Die steilere Kurve war jedoch überwiegend auf einen sehr starken Rückgang der kurzfristigen Zinsen (von 8 % auf 3 %) zurückzuführen, wobei die 10-jährigen Renditen ebenfalls fielen (von 7,8 % auf 6,8 %). Ein sehr ähnliches Muster zeigte sich 2000–2002, als die kurzfristigen Zinsen auf 1 % fielen und die 10-jährigen Renditen kaum verändert blieben, und 2007–2009, als die kurzfristigen Zinsen auf null und die 10-jährigen Renditen von 4,7 % auf 3,8 % fielen.

Die steilere Renditekurve in der Covid-Ära war die einzige der letzten vier Verteilerungen, bei der die 10-jährigen Renditen anstiegen. Das lag wohl an einer langsamen Reaktion der Fed auf eine steigende Inflation – ein Fehler, den sie wahrscheinlich nicht noch einmal machen werden. Alles in allem führt dies zu der Annahme, dass eine steilere Renditekurve zwar wahrscheinlich ist, aber möglicherweise nicht durch einen deutlichen Anstieg der 10-jährigen Renditen verursacht wird. Wir gehen davon aus, dass dies vor allem auf Leitzinssenkungen zurückzuführen sein dürfte.

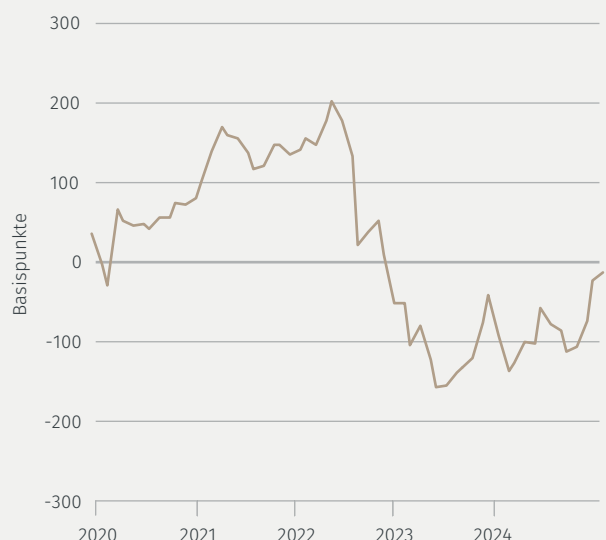
2. Der zweite Bereich bietet Chancen bei den Renditespannen von Staatsanleihen. In der Eurozone haben sich die Renditespannen von Staatsanleihen gegenüber Deutschland ausgeweitet, insbesondere von Frankreich. Die Renditedifferenz italienischer Anleihen ist sogar noch grösser. Auf der Grundlage des relativen Defizits und der Schuldenfundamentaldaten, die in Prognose 4 beschrieben sind, erwarten wir, dass der französische Markt hinter seinen Pendants in der Eurozone zurückbleibt.

Es gibt Renditespannen-bezogene Chancen auf den Unternehmens- und High-Yield-Märkten, aber die Sektor- und Unternehmensauswahl ist in einem Umfeld, das von politischen und wettbewerbsbedingten Veränderungen geprägt ist, wichtiger denn je. Angesichts des stärkeren Umfelds, das wir für die BRICS-Länder erwarten, sehen wir auch weiterhin Gelegenheiten bei Schwellenländeranleihen in Hart- und Lokalwährung.

Abbildung 15

Neigung der US-Renditekurve nimmt zu

■ Rendite 10-jähriger Anleihen minus Zinssatz für 3-Monats-Schatzbriefe



Quelle: Berechnungen des US LSEG und EFGAM, Stand der Daten: 20. November 2024. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.**

Wie haben wir im Jahr 2024 abgeschnitten?

Jedes Jahr prüfen wir die im Vorjahr getroffenen Prognosen.

Gesamtergebnis für unsere Prognosen 2024:

7/10

1

Richtig

Die Weltwirtschaft legt eine sanfte Landung hin

Unser wahrscheinlichstes Szenario war eine sanfte Landung der Weltwirtschaft im Jahr 2024, bei der die USA eine Rezession vermeiden würden. Tatsächlich kam es zu einer sanften Landung. Nach den jüngsten Prognosen des IWF betrug das weltweite Wachstum 3,2% nach 3,3% im Jahr 2023. Dies wurde insbesondere von den USA und zwei Schwellenländern (Brasilien und Indien) angetrieben. China lag leicht über dem erwarteten Wachstum für 2024 (4,8% im Vergleich zu 4,5%).

2

Richtig

Produktivitätsgewinne

Wir sagten Produktivitätssteigerungen voraus, die das Wachstum vorantreiben, insbesondere in der US-Wirtschaft. Das ist eingetroffen. Die Produktivität stieg im ersten Halbjahr um fast 3% gegenüber dem Vorjahr.

3

Richtig

Fragile Staatshaushalte

Wir waren der Ansicht, dass die fiskalpolitische Fragilität – insbesondere die Sorge um hohe Staatsschulden und anhaltende Defizite – ein grosses Problem darstellen würde. Das war tatsächlich der Fall, und bis zum Ende des Jahres waren viele Volkswirtschaften zu einem wichtigen Thema geworden: insbesondere die USA, das Vereinigte Königreich und Frankreich.

4

Richtig

Politische Turbulenzen

Das Jahr 2024 war auf politischer Ebene sicherlich turbulent. Viele etablierte Parteien wurden abgestraft, insbesondere für die hohe Inflation der letzten Jahre. Am bemerkenswertesten ist, dass Donald Trump zum US-Präsidenten gewählt wurde, wobei die Republikaner im Haus und Senat einen klaren Sieg errangen.

5 **Richtig**

Demografie ist (noch) Schicksal

Im Jahr 2024 wurde den demografischen Trends viel Aufmerksamkeit geschenkt, wobei der starke Rückgang der Fruchtbarkeitsraten besondere Aufmerksamkeit erregt. In den meisten Industrieländern fiel die Rate unter 2,1 (die Ersatzrate), was bedeutet, dass die Bevölkerung mit der Zeit schrumpfen wird.

6 **Teilweise richtig**

Gewichtsabnahme und Konsumgüter

Wir dachten, dass die Beliebtheit von gewichtsreduzierenden Medikamenten im Jahr 2024 zunehmen würde und dass der potenzielle Markt enorm wäre. Gleichzeitig hielten wir die Auswirkungen auf den Basiskonsumgütersektor für übertrieben und dachten, der Sektor würde sich gut entwickeln. Während die erste Ansicht sicherlich richtig war, blieb der Basiskonsumgütersektor hinter dem breiteren Aktienmarkt zurück.

7 **Teilweise richtig**

Umstellung auf saubere Energie

Der Übergang von fossilen Brennstoffen zu sauberer Energie setzte sich eindeutig fort, es gab jedoch eine gewisse Enttäuschung bezüglich des Tempos des Übergangs. Dies war insbesondere in den Schwellenländern der Fall, ein wichtiges Thema auf dem COP29-Gipfel im November 2024.

8 **Falsch**

Unterbewertete Währungen erholen sich

Wir dachten, dass sich mehrere Währungen, die gegenüber dem US-Dollar stark unterbewertet waren, erholen würden. Dies hatten wir insbesondere für den japanischen Yen erwartet. Das war nicht der Fall: Der Yen notierte Ende November gegenüber dem US-Dollar um 7% schwächer. Das Pfund Sterling, eine weitere unterbewertete Währung, erwies sich während des Jahres gegenüber dem US-Dollar als leicht positiv.

9 **Richtig**

Chancen bei Anleihen

Wir sahen drei interessante Gelegenheiten an den Rentenmärkten für 2024: Kürzere Laufzeiten, um Schutz vor steigenden Zinsen zu bieten (was sich als richtig erwies – kurzfristigere Anleihen erzielten positive Erträge, während 10-jährige Anleihen im Wesentlichen keine Erträge erzielten), ausgewählte Wandelanleihen (die gut funktionierten – der Gesamtmarkt erzielte Erträge von 14%) und inflationsgebundene Anleihen (die positive Erträge erzielten und längerfristige Nominalanleihen übertrafen).

10 **Falsch**

Small Caps bevorzugen

Wir bevorzugten Small Caps. Im Allgemeinen blieben sie hinter dem breiteren Aktienmarkt zurück: Der Russell 2000 Index lag tatsächlich hinter dem S&P 500 Index, erzielte jedoch eine Kursrendite von 20% (im Vergleich zu 26% zum S&P 500). Der Leistungsunterschied hat sich in den letzten sechs Monaten des Jahres deutlich verringert.

Anlage- publikationen

Bleiben Sie auf dem Laufenden über Anlagemöglichkeiten, makroökonomische Trends, Marktbewegungen und die globalen Wirtschaftsaussichten mit unserem Angebot an Anlageinhalten.

Jährliche Flaggschiff-Publikationen



Outlook

Unsere Top-10-Prognosen



Capital Market Assumptions

Ein Ausblick auf die erwartete Entwicklung der Anlageklassen in den nächsten 7-10 Jahren

Kernpublikationen



InTime

Daily Market Note

Eine Zusammenfassung der wichtigsten Ereignisse, die den Markt in den letzten 24 Stunden bewegt haben



InVision

Weekly Macro Note

Die wichtigsten makroökonomischen Ereignisse der vergangenen Woche



InView

Global House View

Leitlinien zur Vermögensallokation, einem Makroüberblick und Investmentideen



InFocus

Makro-Kommentar

Analyse aktueller Marktereignisse



Podcast: Beyond the Benchmark

Moz Afzal, Chief Investment Officer von EFG, berichtet über seine Erkenntnisse zu den Entwicklungen an den Märkten und in der Weltwirtschaft; dabei wird er von besonderen Gästen unterstützt, die einen ganz speziellen Blickwinkel haben.



Weitere Informationen und die Anmeldung für unsere regelmässigen Anlagepublikationen finden Sie auf unserer Insights-Seite unter: www.efginternational.com/insights

Wichtige Haftungsausschlüsse

Dieses Dokument wurde ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt. Die hierin enthaltenen Informationen stellen eine Marketingmitteilung dar und sind nicht als Finanzforschung oder -analyse, ein Angebot, ein öffentliches Angebot, eine Anlageberatung, eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung von Finanzinstrumenten und/oder zur Erbringung einer Finanzdienstleistung auszulegen. Es handelt sich nicht um eine endgültige Darstellung der Bedingungen einer Anlage, eines Wertpapiers, eines anderen Finanzinstruments oder eines anderen Produkts oder einer Dienstleistung. Der Inhalt dieses Dokuments ist nur für Personen bestimmt, die alle damit verbundenen Risiken verstehen und in der Lage sind, sie zu tragen. Darüber hinaus stellt dieses Dokument keine Finanz-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung dar und sollte in dieser Hinsicht nicht als verlässlich angesehen werden. Die Informationen in diesem Dokument berücksichtigen nicht die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse des Empfängers. Sie sollten Ihre eigene professionelle Beratung (einschliesslich Steuerberatung) in Anspruch nehmen, die Ihren besonderen Umständen entspricht, bevor Sie eine Anlage tätigen oder wenn Sie Zweifel an den Informationen in diesem Dokument haben.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind nicht das Ergebnis einer von der Research-Abteilung von EFGAM durchgeführten Finanzanalyse. Sie stellen daher keine Anlageberatung oder unabhängige Finanzanalyse im Sinne der EU-Vorschriften (wie z. B. "MIFID II" oder "MIFIR") oder gemäß der von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen "Richtlinie über die Unabhängigkeit der Finanzanalyse" oder anderer gleichwertiger lokaler Vorschriften dar.

Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Anlageprodukte können Anlagerisiken unterliegen, zu denen unter anderem Wechselkurs- und Marktrisiken, Wertschwankungen, Liquiditätsrisiken und gegebenenfalls der mögliche Verlust des investierten Kapitals gehören.

Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten, übernimmt kein Mitglied der EFG Group eine Gewähr für deren Richtigkeit, und die Informationen können unvollständig oder verkürzt sein. Alle Meinungen in diesem Dokument können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Dieses Dokument kann persönliche Meinungen enthalten, die nicht unbedingt die Position eines Mitglieds der EFG Group widerspiegeln. Soweit gesetzlich zulässig, ist kein Mitglied der EFG Group für die Folgen von Fehlern oder Auslassungen in diesem Dokument oder für das Vertrauen auf darin enthaltene Meinungen oder Aussagen verantwortlich, und jedes Mitglied der EFG Group lehnt ausdrücklich jegliche Haftung ab, einschliesslich (ohne Einschränkung) der Haftung für beiläufig entstandene Schäden oder Folgeschäden, die sich daraus ergeben oder die sich aus einer Handlung oder Untätigkeit des Empfängers im Vertrauen auf dieses Dokument ergeben. EFG und ihre Mitarbeiter können sich an Wertpapiertransaktionen auf eigener Basis oder anderweitig beteiligen und Long- oder Short-Positionen in Bezug auf die hier genannten Instrumente halten; solche Transaktionen oder Positionen können im Widerspruch zu den in diesem Dokument dargelegten Ansichten stehen.

Die Verfügbarkeit dieses Dokuments in irgendeiner Rechtsordnung oder einem Land kann im Widerspruch zu lokalen Gesetzen oder Vorschriften stehen, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über etwaige Einschränkungen informieren und diese beachten. Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch ein befugtes Mitglied der EFG Group weder ganz noch teilweise vervielfältigt, offengelegt oder an andere Personen verteilt werden.

Finanzintermediäre/unabhängige Vermögensverwalter, die dieses Dokument erhalten, bestätigen, dass sie ihre eigenen, unabhängigen Entscheidungen treffen müssen, und stellen darüber hinaus sicher, dass der Inhalt, sofern er Endkunden/Anlegern mit Genehmigung der EFG Group zur Verfügung gestellt wird, mit dem ihrer eigenen Kunden übereinstimmt.

Umstände in Bezug auf Investitionen, rechtliche, regulatorische, steuerliche oder andere Überlegungen. Die EFG Group übernimmt keine Haftung für Schäden, Verluste oder Kosten (ob direkt, indirekt oder als Folge), die sich aus der Verwendung dieses Dokuments durch die Finanzintermediäre/unabhängigen Vermögensverwalter, ihre Kunden oder Dritte ergeben könnten.

Vergleiche mit Indizes oder Benchmarks in diesem Material dienen lediglich der Veranschaulichung und sind nur bedingt aussagekräftig, da Indizes und Benchmarks wesentliche Merkmale aufweisen, die sich von den besonderen Anlagestrategien, die EFG verfolgt, und den Wertpapieren, in die sie investiert, unterscheiden können.

Die hierin zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments enthaltenen Informationen und Ansichten können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern, und es besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung oder Entfernung veralteter Informationen.

Unabhängige Vermögensverwalter: Falls dieses Dokument unabhängigen Vermögensverwaltern ("IAMS") zur Verfügung gestellt wird, ist es strengstens untersagt, es (ganz oder teilweise) zu vervielfältigen, offenzulegen oder zu verteilen und seinen Kunden und/oder Dritten zugänglich zu machen. Mit dem Erhalt dieses Dokuments bestätigen die IAMS, dass sie ihre eigenen Entscheidungen/Einschätzungen über das weitere Vorgehen treffen müssen, und es liegt in der Verantwortung der IAMS, sicherzustellen, dass die bereitgestellten Informationen mit den Gegebenheiten ihrer eigenen Kunden in Bezug auf etwaige investitionsbezogene, rechtliche, regulatorische, steuerliche oder sonstige Konsequenzen übereinstimmen. EFG übernimmt keine Haftung für Schäden, Verluste oder Kosten (ob direkt, indirekt oder als Folge), die sich aus der Verwendung dieses Dokuments durch die IAMS, ihre Kunden oder Dritte ergeben könnten.

Wenn Sie dieses Dokument von einer der unten genannten Tochtergesellschaften oder Zweigstellen erhalten haben, beachten Sie bitte die folgenden Hinweise:

Bahamas: EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd ist von der Securities Commission of the Bahamas gemäss dem Securities Industry Act, 2011, und den Securities Industry Regulations, 2012, lizenziert und ist befugt, auf den Bahamas und von den Bahamas aus Wertpapiergeschäfte zu tätigen, einschliesslich des Handels mit Wertpapieren, der Vermittlung von Wertpapiergeschäften, der Verwaltung von Wertpapieren und der Beratung in Bezug auf Wertpapiere. EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd ist zudem von der Central Bank of The Bahamas gemäss dem Banks and Trust Companies Regulation Act, 2000 als Bank- und Treuhandgesellschaft lizenziert. Eingetragener Sitz: Goodman's Bay Corporate Centre, West Bay

Street und Sea View Drive, Nassau, Bahamas.

Bahrain: EFG AG Bahrain ist eine Zweigniederlassung der EFG Bank AG, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Business Firm der Kategorie 2 lizenziert wurde und zur Ausübung folgender Tätigkeiten berechtigt ist: a) Handel mit Finanzinstrumenten als Vermittler; b) Vermittlung von Geschäften mit Finanzinstrumenten; c) Verwaltung von Finanzinstrumenten; d) Beratung zu Finanzinstrumenten; und e) Betrieb eines Organismus für gemeinsame Anlagen. Eingetragene Adresse: EFG AG Bahrain Branch, Manama / Front Sea / Block 346 / Road 4626 / Building 1459 / Office 1401 / P O Box 11321 Manama -- Kingdom of Bahrain.

Kaimaninseln: EFG Bank AG, Cayman Branch ("die Zweigniederlassung") ist eine registrierte Person im Sinne des Cayman Islands Monetary Authority (CIMA) Securities Investment Business Act (in seiner revidierten Fassung) ("Securities Act") und der dazugehörigen Vorschriften. Die Zweigniederlassung ist berechtigt, auf den Kaimaninseln und von den Kaimaninseln aus Wertpapierdienstleistungen für vermögende und erfahrene Personen, wie in Anhang 4 des Wertpapiergesetzes definiert, zu erbringen, einschliesslich des Handels mit Wertpapieren, der Vermittlung des Handels mit Wertpapieren, der Verwaltung von Wertpapieren und der Beratung über Wertpapiere. Die Zweigniederlassung ist außerdem von der CIMA gemäss dem Banks and Trust Companies Act (in seiner überarbeiteten Fassung) ("Banking Act") als Bank der Kategorie B zur Erbringung von Bankdienstleistungen gemäß Abschnitt 6 (6) des Banking Act zugelassen. Eingetragener Sitz: Suite 3208, 9 Forum Lane, Cayman Bay, Grand Cayman KY1-1003, Cayman Islands.

Zypern: EFG Cyprus Limited ist eine in Zypern ansässige Wertpapierfirma mit der Firmennummer HE408062 und der eingetragenen Adresse Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Zypern. EFG Cyprus Limited ist von der Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC) zugelassen und wird von ihr reguliert.

Dubai: EFG (Middle East) Limited ist eine Tochtergesellschaft von EFG International AG. EFG (Middle East) Limited wird von der DFSA reguliert. Dieses Material ist "nur für professionelle Kunden" bestimmt. Eingetragene Adresse: EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 5th Floor PO Box 507245 - Dubai, UAE.

Griechenland: EFG Bank (Luxembourg) S.A., Athens Branch ist eine Niederlassung der EFG Bank (Luxembourg) S.A., die aufgrund der EU-Niederlassungsfreiheit und einer von der luxemburgischen Finanzaufsichtsbehörde "CSSF" erteilten Lizenz berechtigt ist, die Produkte und Dienstleistungen der EFG Bank (Luxembourg) S.A. zu vertreiben. Eingetragene Adresse: 342 Kifisias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str. - 154 51 N. Psychiko, General Commercial Registry no. 14305760001.

Hongkong: EFG Bank AG, Zweigniederlassung Hongkong (CE-Nummer: AFV863) ("EFG Hongkong") ist von der Hong Kong Monetary Authority gemäss der Banking Ordinance (Cap. 155, Laws of Hong Kong) als lizenzierte Bank zugelassen und ist berechtigt, in Hongkong regulierte Tätigkeiten des Typs 1 (Handel mit Wertpapieren), des Typs 4 (Beratung in Bezug auf Wertpapiere) und des Typs 9 (Vermögensverwaltung) auszuüben. Eingetragene Adresse: EFG Bank AG Niederlassung Hongkong, 18. Stock, International Commerce Centre, 1 Austin Road West, Kowloon, Hongkong. Soweit gesetzlich zulässig und gemäss den für EFG Hong Kong geltenden Anforderungen des Verhaltenskodex für Personen, die von der Securities and Futures Commission lizenziert oder bei ihr registriert sind, übernimmt EFG Hong Kong keine Verantwortung für die Folgen von Fehlern oder Auslassungen in diesem Dokument oder für die darin enthaltenen Informationen oder Aussagen. EFG Hong Kong lehnt ausdrücklich jegliche Haftung ab, einschliesslich (ohne Einschränkung) der Haftung für beiläufig entstandene Schäden oder Folgeschäden, die sich aus diesem Dokument ergeben oder aus Handlungen oder Unterlassungen des Empfängers im Vertrauen auf dieses Dokument resultieren.

Israel: EFG Wealth Management (Israel) Ltd. Eingetragener Sitz: 3 Rothschild Blv., Tel Aviv 6688106, Israel.

Jersey: EFG Private Bank Limited, Jersey Branch, mit Hauptgeschäftssitz in 5th Floor, 44 Esplanade, Jersey, JE1 3FG, wird von der Jersey Financial Services Commission (JFSC) Registrierungsnummer: RBN32518) reguliert und ist eine Zweigniederlassung von EFG Private Bank Limited. EFG Private Bank Limited ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority (UK FCA Registrierungsnummer 144036) und der Prudential Regulation Authority reguliert. EFG Private Bank Limited ist in England und Wales unter der Nummer 2321802 registriert. Eingetragener Sitz im Vereinigten Königreich: Park House, 116 Park Street London W1K 6AP, Vereinigtes Königreich, Telefon +44 (0)20 7491 9111. Die Dienstleistungen von EFG Private Bank Limited, Jersey Branch, werden im Rahmen und in Übereinstimmung mit den Vorschriften der Jersey Financial Services Commission und gegebenenfalls den Vorschriften der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority erbracht.

Lichtenstein: Die EFG Bank von Ernst AG wird von der Finanzmarktaufsicht Lichtenstein reguliert. Eingetragene Adresse: EFG Bank von Ernst AG Egertastrasse 10 - 9490 Vaduz, Lichtenstein.

Luxemburg: EFG Bank (Luxembourg) S.A. ist vom Finanzministerium Luxemburg zugelassen und wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) beaufsichtigt. EFG Bank (Luxembourg) S.A. ist Mitglied des Einlagensicherungsfonds Luxemburg (F.G.D.L. - Fonds de Garantie des Dépôts Luxembourg) und Mitglied des Luxemburger Anlegerentschädigungssystems (S.I.I.L. - Système d'Indemnisation des Investisseurs Luxembourg). R.C.S. Luxemburg Nr. B113375. Eingetragene Adresse: EFG Bank (Luxembourg) S.A. - 56, Grand-Rue, L-1660 Luxembourg.

Monaco: EFG Bank (Monaco) SAM ist eine monegassische Aktiengesellschaft mit der Firmenregisternummer 90 S 02647 (Répertoire du Commerce et de l'Industrie de Monaco). EFG Bank (Monaco) SAM ist eine Bank mit Finanzaktivitäten, die von der "Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution" (französische Aufsichts- und Abwicklungsbehörde) und der "Commission de Contrôle de Activités Financières" (monegassische Kommission für die Kontrolle von Finanzaktivitäten) zugelassen und reguliert wird. Eingetragene Adresse: EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco), Telefon: +377 93 15 11 11. Der Empfänger dieses Dokuments spricht fließend Englisch und verzichtet auf die Möglichkeit, eine französische Fassung dieser Veröffentlichung zu erhalten.

Panama: EFG Asesores (Panama), S.A. in einem von der Aufsichtsbehörde für den Wertpapiermarkt von Panama beaufsichtigten Unternehmen. Lizenz für die Tätigkeit als Anlageberater - Beschluss Nr. SMV-316-23. Eingetragene Adresse: EFG Asesores (Panama) S.A.,

Torre Argos, 2nd Floor, Santa Maria Business District, Panama City.

Portugal: EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal ist von der Banco de Portugal (Register 280) und der CMVM, der portugiesischen Wertpapieraufsichtsbehörde, (Register 393) für die Erbringung von Finanzberatung sowie die Entgegennahme und Weiterleitung von Aufträgen zugelassen und wird von diesen beaufsichtigt. EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal ist eine Zweigniederlassung der EFG Bank (Luxembourg) S.A., einer Aktiengesellschaft nach dem Recht des Großherzogtums Luxemburg, die von der CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) zugelassen ist und überwacht wird. Hauptsitz in Lissabon: Avenida da Liberdade n.º 131 - 6.º Dto., 1250 - 140 Lisboa. Vertretung Porto: Avenida da Boavista, n.º 1837 - Escritório 6.2, 4100-133 Porto. Nummer des Unternehmensregisters: 980649439.

Volksrepublik China ("VRC"): EFG Bank AG Shanghai Representative Office ist von der China Banking Regulatory Commission zugelassen und bei der Shanghai Administration for Industry and Commerce gemäss den Vorschriften der Volksrepublik China für die Verwaltung ausländisch investierter Banken und den entsprechenden Durchführungsbestimmungen registriert. Registrierungsnummer: 310000500424509. Eingetragene Anschrift: Raum 65T10, 65 F, Shanghai World Financial Center, No. 100, Century Avenue, Pudong New Area, Shanghai.

Der Geschäftsumfang der Repräsentanz von EFG Bank AG Shanghai beschränkt sich auf gemeinnützige Aktivitäten, einschliesslich Kontaktpflege, Marktforschung und Beratung.

Singapur: EFG Bank AG, Zweigniederlassung Singapur (UEN-Nr. T03FC6371) ist von der Monetary Authority of Singapore als Grosshandelsbank gemäss dem Banking Act 1970, als Exempt Financial Adviser gemäss dem Financial Advisers Act 2001 und als Exempt Capital Markets Services Entity gemäss dem Securities and Futures Act 2001 lizenziert. Diese Anzeige wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft. Eingetragene Adresse: EFG Bank AG Singapore Branch, 79 Robinson Road, #18-01, Singapur 068897. Dieses Dokument nimmt keine Rücksicht auf die spezifischen Anlageziele, die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse einer bestimmten Person. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung oder Empfehlung dar, in diese Anlage oder ein hierin erwähntes Produkt zu investieren. EFG Singapur und ihre jeweiligen leitenden Angestellten, Mitarbeiter oder Vertreter geben keine ausdrücklichen oder stillschweigenden Zusicherungen, Gewährleistungen oder Garantien hinsichtlich der Genauigkeit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments ab und sind nicht dafür verantwortlich, und es sollte nicht als solches betrachtet werden. EFG Singapur lehnt ausdrücklich jegliche Haftung ab, einschliesslich (ohne Einschränkung) der Haftung für beiläufig entstandene Schäden oder Folgeschäden, die sich aus diesem Dokument ergeben oder die aus einer Handlung oder Untätigkeit des Empfängers im Vertrauen auf dieses Dokument resultieren. Sie sollten die Vorzüge und das mit dieser Anlage verbundene Risiko sorgfältig abwägen und auf der Grundlage Ihres eigenen Urteils oder des Rates unabhängiger Berater, die Sie zu Rate gezogen haben, beurteilen, ob die Anlage angesichts Ihrer Risikobereitschaft, Ihrer Anlageerfahrung, Ihrer Ziele, Ihrer finanziellen Mittel und Ihrer Umstände für Sie geeignet ist, und weitere Nachforschungen anstellen, die Sie für notwendig erachten, ohne sich in irgendeiner Weise auf EFG Singapur zu verlassen. Dieses Material ist nur für zugelassene und institutionelle Anleger bestimmt.

Schweiz: EFG Bank AG, Zürich, einschliesslich ihrer Niederlassungen in Genf und Lugano, ist von der FINMA zugelassen und wird von ihr reguliert. Eingetragener Sitz: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zürich, Schweiz. Registrierte Schweizer Niederlassungen: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Genf 2, und EFG Bank SA, Via Magatti 2, 6900 Lugano.

Vereinigtes Königreich: EFG Private Bank Limited ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority reguliert. EFG Private Bank Limited ist ein Mitglied der London Stock Exchange. Eingetragene Firmennummer: 02321802. Eingetragene Adresse: EFG Private Bank Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, Vereinigtes Königreich, Telefon +44 (0)20 7491 9111.

USA: EFG Asset Management (Americas) Corp ("EFGAM Americas") ist ein bei der U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") registrierter Anlageberater, der Anlageberatungsdienstleistungen anbietet. Die Registrierung bei der SEC oder einer bundesstaatlichen Wertpapieraufsichtsbehörde impliziert keine bestimmte Qualifikation oder Ausbildung. EFGAM Americas darf nur in denjenigen Staaten und internationalen Gerichtsbarkeiten Geschäfte tätigen oder persönliche Anlageberatung erbringen, in denen es registriert ist, eine Mitteilung eingereicht hat oder anderweitig von den Registrierungsanforderungen ausgenommen oder befreit ist. Ein Anleger sollte seine Anlageziele, Risiken, Gebühren und Kosten sorgfältig abwägen, bevor er investiert. Weitere Informationen über EFGAM Americas, seine Geschäftspraktiken, seinen Hintergrund, Interessenkonflikte, Gebühren für Dienstleistungen und andere relevante Informationen finden Sie auf der Website der SEC für öffentliche Anlegerinformationen unter: <https://www.investor.gov>. Sie können auch folgende Website besuchen: <https://adviserinfo.sec.gov/firm/summary/158905>. Auf diesen beiden Websites können Sie Kopien des neuesten Formulars ADV Teil 1, Teil 2 und des Formulars CRS von EFGAM Americas erhalten. EFGAM Americas Eingetragene Adresse: 701 Brickell Avenue, Suite 1350 - Miami, FL 33131.

EFG Capital International Corp. ("EFG Capital") ist ein bei der U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") registrierter Broker-Dealer und Mitglied der Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") sowie der Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Wertpapierprodukte und Brokerage-Dienstleistungen werden von EFG Capital angeboten. Weder die SEC noch FINRA oder SIPC haben dieses Dokument oder die von EFG Capital und ihren in den USA ansässigen Tochtergesellschaften angebotenen Dienstleistungen und Produkte gebilligt. Eingetragene Adresse: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor & Suite 1350 - Miami, FL 33131.

EFG Capital und EFGAM Americas sind durch gemeinsame Eigentümerschaft unter EFGI verbunden und unterhalten miteinander verbundene Mitarbeiter. Die hierin beschriebenen Produkte und Dienstleistungen wurden nicht von einer Regulierungs- oder Aufsichtsbehörde genehmigt und unterliegen auch keiner Aufsicht durch eine Regulierungsbehörde ausserhalb der Vereinigten Staaten. Bitte beachten Sie, dass der Inhalt dieses Dokuments von EFG Bank AG/EFG Asset Management (UK) Limited (wie zutreffend) produziert und erstellt wurde. Dieses Material darf nicht so ausgelegt werden, als sei es von EFG Capital oder EFGAM Americas erstellt worden oder stamme aus anderen Quellen. Weder EFGAM Americas noch EFG Capital vertreten sich selbst als der zugrunde liegende Manager oder Anlageberater dieses Fonds/

Produkts oder dieser Strategie.

EFG Asset Management (North America) Corp. ("EFGAM NA") ist ein bei der US Securities and Exchange Commission (SEC) registrierter Anlageberater. Weitere Informationen über EFGAM NA Corp., seine Geschäftstätigkeit, Zugehörigkeiten, Gebühren, disziplinarische Vorfälle und mögliche Interessenkonflikte finden Sie auf der SEC Investment Advisor Public Disclosure Website (<https://adviserinfo.sec.gov/>) und auf seinem Formular ADV.

Informationen für Investoren in Australien:

Nur für professionelle und institutionelle Anleger sowie Grossanleger. Dieses Dokument wurde von EFG Asset Management (UK) Limited, einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit der eingetragenen Nummer 7389736 und der eingetragenen Geschäftsadresse Park House, Park Street, London W1K 6AP (Telefonnummer +44 (0)20 7491 9111) erstellt und herausgegeben. EFG Asset Management (UK) Limited wird von der Financial Conduct Authority Nr. 536771 beaufsichtigt und zugelassen.

EFG Asset Management (UK) Limited ist von der Pflicht befreit, eine australische Finanzdienstleistungslizenz für die Finanzdienstleistungen zu besitzen, die sie für Grosskunden in Australien erbringt, und wird von der Financial Conduct Authority des Vereinigten Königreichs (FCA-Registrierungsnummer 536771) nach den Gesetzen des Vereinigten Königreichs, die sich von den australischen Gesetzen unterscheiden, zugelassen und reguliert. Dieses Dokument ist persönlich und ausschließlich für den Gebrauch der Person bestimmt, der es ausgehändigt oder zugesandt wird, und darf weder ganz noch teilweise an eine andere Person weitergegeben werden.

ASIC-Klassenordnung CO 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited teilt Ihnen mit, dass sie sich in Bezug auf die Finanzdienstleistungen, die wir für Sie erbringen, auf die Ausnahmeregelung der Australian Securities & Investments Commission (ASIC) Class Order CO 03/1099 (Class Order) (in der Fassung des ASIC Corporations (Repeal and Transitional Instrument 2016/396) für Unternehmen, die der Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) des Vereinigten Königreichs unterliegen, beruft, die sie von der Anforderung befreit, eine australische Finanzdienstleistungslizenz (AFSL) gemäß dem Corporations Act 2001 (Cth) (Corporations Act) zu besitzen.

UK Regulatorische Anforderungen

Die Finanzdienstleistungen, die wir für Sie erbringen, werden von der FCA nach den Gesetzen und aufsichtsrechtlichen Anforderungen des Vereinigten Königreichs reguliert, die sich von denen Australiens unterscheiden. Folglich wird jedes Angebot und jede andere Dokumentation, die Sie von uns im Zuge der Erbringung von Finanzdienstleistungen für Sie erhalten, in Übereinstimmung mit diesen Gesetzen und regulatorischen Anforderungen erstellt. Die aufsichtsrechtlichen Anforderungen des Vereinigten Königreichs beziehen sich auf die Gesetzgebung, die gemäß der Gesetzgebung erlassenen Vorschriften und alle anderen relevanten Richtlinien oder Dokumente, die von der FCA herausgegeben werden.

Ihr Status als Großhandelskunde

Damit wir Ihnen Finanzdienstleistungen anbieten können und damit wir die Class Order einhalten können, müssen Sie ein "Großhandelskunde" im Sinne von Abschnitt 761G des Corporations Act sein. Dementsprechend, durch die Annahme von Unterlagen von uns vor dem Beginn oder im Verlauf der Erbringung von Finanzdienstleistungen für Sie:

- garantieren Sie uns, dass Sie ein "Großhandelskunde" sind;
- sich damit einverstanden erklären, die von uns von Zeit zu Zeit angeforderten Informationen oder Nachweise vorzulegen, um Ihren Status als Großhandelskunde zu bestätigen;
- erklären Sie sich damit einverstanden, dass wir die Erbringung von Finanzdienstleistungen für Sie einstellen können, wenn Sie kein Großhandelskunde mehr sind oder uns keine für uns zufriedenstellenden Informationen oder Nachweise zur Bestätigung Ihres Status als Großhandelskunde vorlegen;
- und verpflichten sich, uns innerhalb von 5 Werktagen schriftlich zu benachrichtigen, wenn Sie für die Zwecke der von uns für Sie erbrachten Finanzdienstleistungen nicht mehr als "Großhandelskunde" gelten.

© EFG. Alle Rechte vorbehalten