

Wirtschaft Schweiz

US-Wahlen 2016: Auswirkungen auf die Schweiz

Chief Investment Office WM | 17. Oktober 2016

Alessandro Bee, economist, alessandro.bee@ubs.com

- Eine Wahl Hillary Clintons mit einem republikanisch dominierten Kongress würde die US-Wirtschaftspolitik kaum verändern und wäre daher für die Schweizer Wirtschaft mit den geringsten Risiken verbunden.
- Ein republikanischer Wahlsieg würde kurzfristig zu mehr US-Wirtschaftswachstum, langfristig zu höheren Defiziten und zu einer Schwächung des US-Dollars führen. Dies würde in geringerem Masse auch bei einem demokratischen Durchmarsch gelten.
- Als Risiken für die Schweizer Wirtschaft werten wir in der kurzen Frist eine Flucht in den Franken nach einem Wahlsieg Donald Trumps, in der mittleren Frist ein schwierigeres Umfeld für die Pharmaindustrie und in der langen Sicht eine mögliche Beeinträchtigung des Welthandels.

Am 8. November finden in den USA die Präsidentschaftswahlen statt: Hillary Clinton kandidiert für die Demokraten, Donald Trump für die Republikaner. Neben der Wahl des Präsidenten wird auch der US-Kongress teilweise neu bestellt. Ein Drittel des Senats (bisher in republikanischer Hand) und das gesamte Repräsentantenhaus (ebenfalls mit republikanischer Mehrheit bisher) werden neu gewählt.

Die USA sind für die Schweiz ein wichtiger Handelspartner. Die Schweiz hat im letzten Jahr Güter im Wert von 27,5 Mrd. CHF in die USA exportiert. Mit einem Anteil von 13,5% sind die USA für Schweizer Exporteure nach Deutschland der zweitwichtigste Markt (Abbildung 1). Im Dienstleistungsbereich sind die USA gar der grösste Handelspartner der Schweiz (Abbildung 2). Zudem sind die USA die wichtigste Destination für Schweizer Direktinvestitionen und gleichzeitig der wichtigste Direktinvestor in die Schweiz (Abbildung 3).

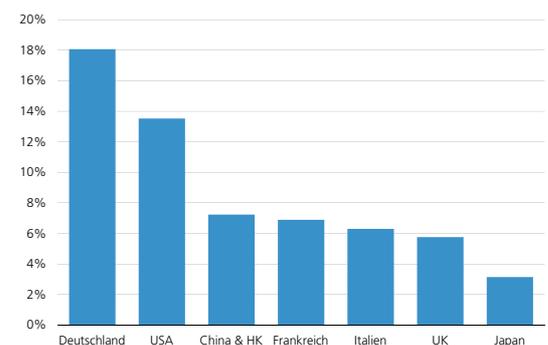
Die US-Wahlen beeinflussen die Schweizer Wirtschaft nicht nur über Waren- und Dienstleistungsexporte. Die Wahlen tangieren über die Finanz- und Kapitalmärkte auch den Aussenwert des Frankens. Im Übrigen könnte ein protektionistischer Präsident aufgrund der zentralen Stellung der USA in der Weltwirtschaft langfristig den globalen Freihandel gefährden.

Blockierte US-Politik

Die Wahl von Hillary Clinton als Präsidentin mit einem demokratischen Senat und einem republikanischen Repräsentantenhaus ist unserer Meinung nach das wahrscheinlichste Szenario (45%, siehe Abbildung 4). Die Republikaner hätten die Möglichkeit demokratische Vorhaben zu blockieren. Einige Gesetzesvorlagen geniessen in beiden Lagern Sympathien und dürften trotzdem realisiert werden. Dazu gehören Steuersenkungen für den Mittelstand und höhere Investitionen in die Infrastruktur. Die bestehenden Handelsabkommen dürften beibehalten werden, neue Abkommen sind aber wenig wahrscheinlich (Abbildung 5).

Abbildung 1: USA zweitgrösster Markt für Warenexporte

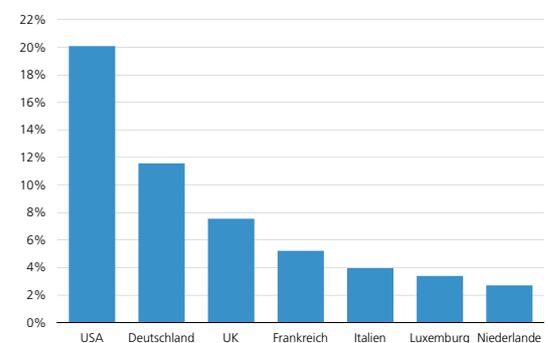
Schweizer Warenexporte nach Länder (in % der Gesamtexporte) im Jahr 2015



Quellen: BfS, UBS

Abbildung 2: USA als grösster Markt für Dienstleistungsexporte

Schweizer Dienstleistungsexporte (ohne Tourismus) nach Länder (in % der Gesamtexporte) im Jahr 2015



Quellen: SNB, UBS

Die genannten Vorlagen dürften auch bei einem Sieg von Hillary Clinton mit einem republikanisch dominierten Parlament (30% Wahrscheinlichkeit) aufgegleist werden. Ansonsten würde die Politik der letzten Jahre weitergeführt werden: Präsidentin Clinton und der republikanische Kongress blockieren sich gegenseitig. Die Dynamik der Politik wäre geringer als bei einer demokratischen Mehrheit im Senat unter Präsidentin Clinton, doch die Handelspolitik wäre ähnlich. In beiden Szenarien dürften die Steuersenkungen für Mittelstand und Infrastruktur-Projekte sowohl das Wachstum als auch das Budget-Defizit erhöhen. Doch würde eine gegenseitige Blockade grosse Veränderungen in die eine oder andere Richtung verhindern.

Für die Finanz- und Kapitalmärkte sind diese Szenarien mit der geringsten Unsicherheit verbunden. Eine Wahl von Clinton sollte deshalb den Franken nicht aufwerten – möglicherweise diesen gar eher schwächen. Das Potenzial ist allerdings begrenzt, gilt eine Wahl Clinton doch bereits heute als wahrscheinlich.

Pharmaindustrie im Zentrum des Interesses

Die Schweizer Ausfuhren in die USA sind von der Pharmaindustrie dominiert. Diese ist heute für 45% der Schweizer US-Exporte (Abbildung 6) und gar für 60% des Exportwachstums seit dem Jahr 2000 verantwortlich. Pharmaexporte sind wenig sensitiv gegenüber Konjunkturschwankungen und gegenüber Wechselkursbewegungen. Dieser Teil der Schweizer Exporte dürfte deshalb auch wenig von der zukünftigen US-Konjunktur und von den Wechselkursschwankungen des US-Dollars betroffen sein.

Hingegen ist die Regulierung des US-Gesundheitsmarktes entscheidend für die Pharmaindustrie. Unsere Analysten für die US-Gesundheitsindustrie schätzen den Status Quo (demokratischer Präsident und republikanischer Kongress) für die Pharmaindustrie als positivstes Szenario ein. Die Schweizer Pharmaindustrie und damit auch die Warenexporte müssten sich bei einem Durchmarsch einer Partei auf mehr Gegenwind einstellen. Unter Clinton wäre dank einem Ausbau der Krankenversicherung (Obamacare) mit grösseren Volumen zu rechnen, aber auch mit mehr Druck auf den Margen. Trump möchte Obamacare rückgängig machen, was die Volumen verringern würde. Dafür wären Pharmafirmen wahrscheinlich in der Preisgestaltung freier.

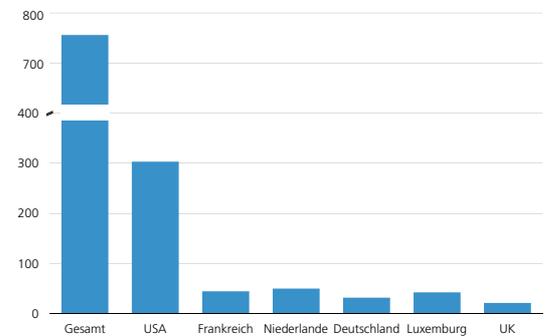
Durchmarsch einer Partei

Einen demokratischen Durchmarsch halten wir allerdings für wenig wahrscheinlich (5%). Ein solcher würde, neben der Ausdehnung von Obamacare, vor allem die inländische Nachfrage stärken: Massvolle Steuererleichterungen für den Mittelstand, höhere Infrastrukturinvestitionen und eine Erhöhung des Mindestlohnes. Die USA dürften die bisherigen Handelsverträge weiterführen, aber auf einen Ausbau des Freihandels verzichten.

Das Szenario mit den stärksten wirtschaftlichen Auswirkungen wäre ein republikanischer Wahlsieg in allen Rennen (19% Wahrscheinlichkeit). Neben der Abschaffung von Obamacare hat Donald Trump bei einer Wahl starke Steuersenkungen für Privatpersonen und Unternehmen, eine substantielle Erhöhung der Verteidigungsausgaben, weitgehende Deregulierungen und den Rückzug der USA aus dem Welthandel in Aussicht gestellt.

Abbildung 3: USA der mit Abstand grösster Direktinvestor

Kapitalbestand ausländischer Firmen in der Schweiz nach Länder (in Mrd. CHF) im Jahr 2014



Quellen: SNB, UBS

Abbildung 4: 80% Wahrscheinlichkeit eines Clinton-Sieges

Wahrscheinlichkeit politischer Szenarien (nicht aufgeführte Szenarien haben eine W'keit von 1%)

Präsidentin: Clinton Senat: Demokraten House: Republikaner W'keit: 45%	Präsidentin: Clinton Senat: Demokraten House: Demokraten W'keit: 5%
Präsidentin: Clinton Senat: Republikaner House: Republikaner W'keit: 30%	Präsident: Trump Senat: Republikaner House: Republikaner W'keit: 19%

Quellen: UBS

Abbildung 5: Steuersenkungen für den Mittelstand

Politische Programme in den politischen Szenarien in Abbildung 4

Steuersenkung Mittelstand Infrastrukturinvestitionen Handelsverträge bleiben Politische Blockade	Steuersenkung Mittelstand Infrastrukturinvestitionen Ausbau Obamacare Höhere Mindestlöhne
Steuersenkung Mittelstand Infrastrukturinvestitionen Handelsverträge bleiben Politische Blockade	Massive Steuersenkungen Protektionismus Abschaffung Obamacare Deregulierungen

Quellen: UBS

Ein Wahlsieg der Demokraten und vor allem der Republikaner bringt wesentlich höhere politische und wirtschaftspolitische Veränderungen mit sich als die Kombination Clinton mit republikanischem Kongress. Das überparteiliche *Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB)* schätzt einen Anstieg der US-Schuldenquote von heute 75 % des Bruttoinlandproduktes (BIP) auf 86% bis in das Jahr 2026 mit Clintons Steuerplänen und gar auf 105% des BIP für Trumps Pläne (Abbildung 7). Der Durchmarsch einer Partei würde kurzfristig zu mehr Wirtschaftswachstum, langfristig zu höheren Defiziten und zu einer Schwächung des US-Dollars führen – bei einer Wahl Trumps noch deutlich akzentuierter als bei einer Wahl Clintons.

Bei einer Wahl von Trump würde noch eine beträchtliche wirtschaftspolitische Unsicherheit dazukommen. Die meisten US-Ökonomen bezweifeln, dass Donald Trumps wirtschaftspolitische Pläne umsetzbar sind. Entsprechend hoch dürfte im Falle eines Wahlsieges die Unsicherheit an Finanz- und Kapitalmärkten sein, was die Anleger in Richtung Franken treiben würde. In diesem Falle würde die SNB intervenieren. Wir erwarten, dass sie mit ihren Devisenmarktinterventionen in der Lage wäre eine massive Aufwertung zu verhindern, aber das Potenzial für weitere Devisenmarktinterventionen wäre reduziert. Damit wäre die SNB in der Zukunft gezwungen, weniger auf das Instrument Devisenmarktinterventionen zu setzen und vermehrt auf das Instrument Negativzinsen, was langfristig tiefere Zinsen implizieren würde (Abbildung 8).

Aufwertungsdruck und Protektionismus

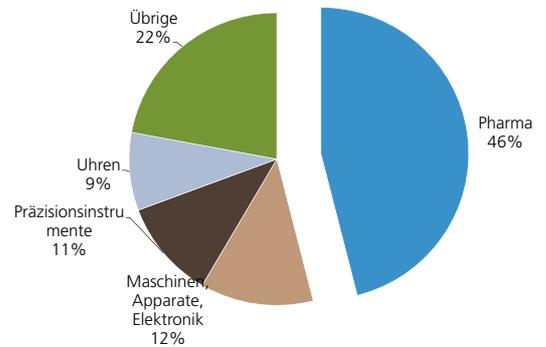
Die von Trump skizzierte Wirtschaftspolitik basiert auf massiven Steuersenkungen. Die daraus resultierenden Steuerausfälle sollen durch starkes Wirtschaftswachstum kompensiert werden. Donald Trump strebt ein Wachstum von mehr als 3,5% an. Dieses Unterfangen ist kaum zu realisieren. Den USA drohen hohe Budgetdefizite, wodurch der US-Dollar unter Druck geraten dürfte. Der Vertrauensverlust in den US-Dollar würde den Mittelzufluss in den Schweizer Franken, einen der letzten verbliebenen sicheren Häfen, verstärken. Das Resultat könnte ein massiver Aufwertungsdruck auf den Franken sein.

Aufgrund der starken Verzahnung auf allen Ebenen – Warenhandel, Dienstleistungen und Direktinvestitionen – mit der US-amerikanischen Wirtschaft ist die hiesige Wirtschaft anfällig für eine protektionistischere US-Wirtschaftspolitik. In der kurzen Frist dürfte der Warenhandel am stärksten betroffen sein. Längerfristig dürfte die Innovationskraft der gesamten Wirtschaft darunter leiden. Mit dem Zugang zum US-Markt sichern sich Schweizer Unternehmen auch den Zugang zu Technologien, bei denen die USA führend sind.

Eine protektionistische Haltung eines neuen US-Präsidenten Donald Trump dürfte auch global den Freihandel unter Druck setzen. Damit könnten sich nicht nur die Export-Aussichten Schweizer Unternehmen in den USA eintrüben, sondern Schweizer Ausfuhren würden global leiden. Schweizer Güter- und Dienstleistungsausfuhren belaufen sich heute auf 55% des BIP und generieren einen Leistungsbilanzüberschuss von über 10% des BIP. Eine Einschränkung des Freihandels würde den Schweizer Wohlstand empfindlich treffen. Im Gegensatz zu vielen anderen Industrienationen konnte die Schweiz in den letzten zwanzig Jahren die Zahl der Arbeitsplätze in der Industrie stabil halten. Das war nur dank einem starken Ausbau der Exporte in Branchen wie der Pharma- oder Uhrenindustrie möglich. Käme der Freihandel unter Druck, dürfte die Industriebeschäftigung darunter massiv leiden.

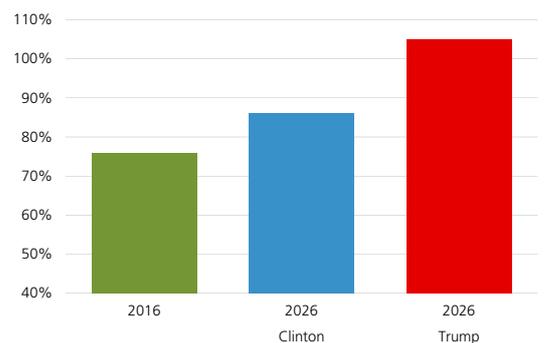
Abbildung 6: Pharmaindustrie dominiert Exporte in die USA

Anteil verschiedener Sektoren an den Warenexporten in die USA im 2015 (in %)



Quellen: EVZ, UBS

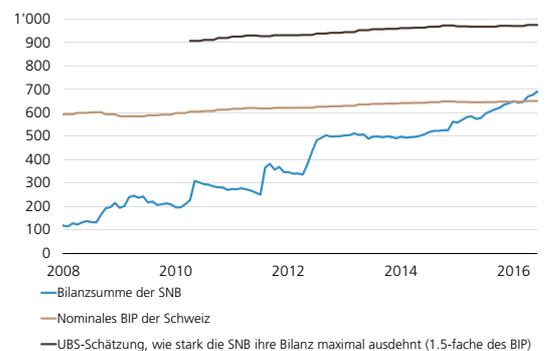
Abbildung 7: Schulden nehmen zu
Entwicklung der US-Staatsschulden mit Clintons resp. Trumps Plänen (Berechnung des CRFB)



Quellen: Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB), UBS

Abbildung 8: Beschränktes Potenzial für Devisenmarktinterventionen

SNB-Bilanz mit UBS-Schätzung, wie stark die SNB bereit ist, ihre Bilanz auszudehnen (in Mrd. CHF)



Quellen: Seco, SNB, UBS

Anhang

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office WM von UBS werden durch Wealth Management und Personal & Corporate oder Wealth Management Americas, Unternehmensbereiche von UBS AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt), eine Tochtergesellschaft oder ein verbundenes Unternehmen («UBS») produziert und veröffentlicht. In gewissen Ländern wird UBS AG als UBS SA bezeichnet. Dieses Material dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Einige Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und / oder von allen Investoren erworben werden. Alle in diesem Material enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Preise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die in den Performance-Grafiken und Tabellen angegebenen Marktpreise entsprechen den Schlusskursen an der jeweiligen Hauptbörse. Der Inhalt basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen könnten zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und / oder Kriterien basieren. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Emittenten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäusserten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurückerhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der / die Analyst(en), der / die diesen Bericht erstellt hat / haben, können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und / oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren. Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. UBS untersagt ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Die Konjunkturprognosen des Chief Investment Office (CIO) wurden in Zusammenarbeit von CIO-Ökonomen mit Ökonomen von UBS Investment Research erstellt. Die Prognosen und Einschätzungen sind lediglich zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Informationen darüber, wie das UBS CIO WM Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research. Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Externe Vermögensverwalter und Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und / oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen. **Australien:** Diese Mitteilung wird durch UBS AG ABN 47 088 129 613 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231087) ausgestellt. Diese Publikation wird durch UBS AG ausgestellt und verteilt, auch wenn in vorliegendem Dokument eine gegenteilige Bestimmung enthalten ist. Die Publikation ist einzig zur Verwendung durch «Firmenkunden» gemäss der Definition in Section 761G («Wholesale Clients») des Corporations Act 2001 (Cth) («Corporations Act») bestimmt. Unter keinen Umständen darf die Publikation von UBS AG einem «Privatkunden» gemäss der Definition in Section 761G des Corporations Act zur Verfügung gestellt werden. Die Research-Services von UBS AG stehen einzig «Firmenkunden» zur Verfügung. Die Publikation enthält nur allgemeine Informationen und berücksichtigt weder die persönlichen Anlageziele noch die finanzielle oder steuerliche Situation oder besonderen Bedürfnisse einer bestimmten Person. **Bahamas:** Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS (Bahamas) Ltd verteilt und darf nicht an Personen verteilt werden, die laut «Bahamas Exchange Control Regulations» als Bürger oder Einwohner der Bahamas gelten. **Bahrain:** UBS ist eine Schweizer Bank, die nicht in Bahrain von der Zentralbank von Bahrain zugelassen ist oder von ihr überwacht oder reguliert wird und die keine Bankgeschäfte oder Kapitalanlagegeschäfte in Bahrain unternimmt. Deshalb haben die Kunden keinen Schutz nach den örtlichen Rechtsvorschriften zum Bankrecht und zum Recht der Kapitalanlagendienstleistungen. **Brazilien:** Erstellt durch UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda, eine Einheit, die durch die Comissão de Valores Mobiliários («CVM») beaufsichtigt wird. **Deutschland:** Herausgeberin im Sinne des deutschen Rechts ist UBS Deutschland AG, Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main. UBS Deutschland AG ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lizenziert und wird durch diese beaufsichtigt. **Frankreich:** Diese Publikation wird an Privatkunden und «Prospects» von UBS (France) SA, einer französischen «Aktiengesellschaft» mit einem Aktienkapital von EUR 125 726 944 vertrieben. Ihr Domicil ist an der 69, boulevard Haussmann, F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670. UBS (France) SA ist als Finanzdienstleister entsprechend den Bestimmungen des französischen «Code Monétaire et Financier» ordnungsgemäss zugelassen und ist eine unter der Aufsicht der französischen Bank- und Finanzaufsichtsbehörden sowie der «Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution» stehende Bank. **Hongkong:** Diese Publikation wird durch die Niederlassung von UBS AG in Hongkong, einem nach der «Hong Kong Banking Ordinance» lizenzierten und gemäss den Bestimmungen der «Securities and Futures Ordinance» registrierten Finanzinstitut, an Kunden der Niederlassung von UBS AG in Hongkong verteilt. **Indien:** Verteilt durch UBS Securities India Private Ltd. 2 / F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. Telefon: +912261556000. SEBI-Registrationsnummern: NSE (Kapitalmarktsegment): INB230951431, NSE (F&O-Segment): INF230951431, BSE (Kapitalmarktsegment): INB010951437. **Indonesien:** Dieses Research- oder Publikationsmaterial ist nicht zum Zwecke eines öffentlichen Zeichnungsangebots gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Umsetzungsbestimmungen ausgelegt und erstellt. Die hierin erwähnten Wertpapiere sind und werden nicht gemäss indonesischem Kapitalmarktrecht und dessen Bestimmungen eingetragenen. **Israel:** UBS Switzerland AG ist als ausländischer Händler eingetragen, der mit UBS Wealth Management Israel Ltd, einer 100%igen Tochtergesellschaft von UBS, zusammenarbeitet. UBS Wealth Management Israel Ltd ist zugelassener Portfolio Manager, der auch Investment Marketing betreibt und unter der Aufsicht der «Israel Securities Authority» steht. Diese Publikation kann keine auf Ihre persönlichen Bedürfnisse zugeschnittene Anlageberatung und / oder Marketingangaben zu Finanzanlagen durch entsprechend lizenzierte Anbieter ersetzen. **Italien:** Dieses Dokument wird an Kunden der UBS (Italia) S.p.A., via del vecchio politecnico 4 – Mailand, eine ordnungsgemäss von der «Banca d'Italia» als Finanzdienstleister zugelassene und unter der Aufsicht von «Consob» und der «Banca d'Italia» stehende italienische Bank, verteilt. **Jersey:** UBS AG, Niederlassung Jersey, wird reguliert und autorisiert durch die Jersey «Financial Services Commission» zur Durchführung von Bankgeschäften, Anlagefonds und Investmentgeschäften. **Kanada:** In Kanada wird diese Publikation von UBS Investment Management Canada Inc. an Kunden von UBS Wealth Management Canada verteilt. **Luxemburg:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Angebot nach luxemburgischem Recht dar, kann jedoch Kunden der UBS (Luxembourg) S.A., 33A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, R.C.S. Luxembourg B 11142, einer lizenzierten Bank unter der gemeinsamen Aufsicht der Europäischen Zentralbank und der «Commission de Surveillance du Secteur Financier» (CSSF), der denen diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde, zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt werden. **Mexiko:** Dieses Dokument wurde verteilt von UBS Asesores México, S.A. de C.V., einem Unternehmen, das weder der UBS Grupo Financiero S.A. de C.V. noch einer anderen mexikanischen Finanzgruppe angehört. Die Verbindlichkeiten dieses Unternehmens werden nicht von Dritten garantiert. UBS Asesores México, S.A. de C.V., sichert keine Rendite zu. **Neuseeland:** Diese Mitteilung wird von UBS Wealth Management Australia Ltd an Kunden von UBS Wealth Management Australia Limited ABN 50 005 311 937 (Inhaberin der australischen «Financial Services Licence» Nr. 231127), Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000, verteilt. Sie erhalten diese UBS-Publikation, weil Sie gemäss Ihren Angaben gegenüber UBS als «Wholesale»-Anleger und / oder zugelassener Anleger («zertifizierter Kunde») in Neuseeland zertifiziert sind. Diese Publikation oder dieses Material ist nicht für Kunden bestimmt, die keine zertifizierten Kunden («nicht zertifizierte Kunden») sind. Falls Sie kein zertifizierter Kunde sind, sollten Sie keine Entscheidung auf Basis dieser Publikation oder dieses Materials treffen. Falls Sie trotz dieser Warnung Entscheidungen auf Grundlage dieser Publikation oder dieses Materials treffen, anerkennen Sie hiermit, (i) dass Sie sich möglicherweise nicht auf den Inhalt dieser Publikation oder dieses Materials verlassen können und dass die Empfehlungen oder Meinungen in dieser Publikation oder diesem Material nicht für Sie bestimmt sind, und (ii) dass Sie, soweit das Gesetz dies zulässt, (a) UBS und deren Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen (und deren Direktoren, Führungskräfte, Agenten und Berater [einzeln eine «relevante Person»]) schadlos halten für Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden und (b) auf die Durchsetzung von Rechten oder auf Rechtsmittel gegenüber der relevanten Person für (oder in Bezug auf) Verluste, Schäden, Verbindlichkeiten oder Forderungen, die in Zusammenhang mit dem unberechtigten Vertrauen auf diese Publikation oder dieses Material entstanden sind oder die Sie deshalb möglicherweise erleiden, verzichten. **Niederlande:** Diese Publikation stellt kein öffentliches Kaufangebot oder eine vergleichbare Anwerbung nach niederländischem Recht dar, kann jedoch zu Informationszwecken Kunden der UBS Bank (Netherlands) B.V. zur Verfügung gestellt werden. UBS Bank (Netherlands) B.V. ist eine lizenzierte Bank unter Aufsicht der niederländischen Nationalbank «De Nederlandsche Bank» (DNB) und der niederländischen Finanzmarktaufsicht «Autoriteit Financiële Markten» (AFM), der diese Publikation nicht zur Genehmigung vorgelegt wurde. **Saudi-Arabien:** Diese Publikation wurde von UBS Saudi Arabia (eine Tochtergesellschaft der UBS AG) genehmigt, einer geschlossenen saudiarabischen Aktiengesellschaft nach dem Recht des Königreichs Saudi-Arabien mit der Handelsregisternummer 1010257812, die ihren angemeldeten Geschäftssitz in Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Königreich Saudi-Arabien hat. UBS Saudi Arabia ist von der «Capital Market Authority of Saudi Arabia» zugelassen und reguliert. **Singapur:** Bitte kontaktieren Sie die Niederlassung von UBS AG Singapur, einem «exempt financial adviser» gemäss dem «Singapore Financial Advisers Act» (Cap. 110) und eine nach dem «Singapore Banking Act» (Cap. 19) durch die «Monetary Authority of Singapore» zugelassene Handelsbank, für alle Fragen, welche sich durch oder in Verbindung mit der Finanzanalyse oder dem Bericht ergeben. **Spanien:** Diese Publikation wird durch die UBS Bank, S.A., eine bei der «Banco de España» registrierte Bank, an Kunden der UBS Bank, S.A., verteilt. **Taiwan:** Dieses Material wird von der UBS AG, Taipei Branch, in Einklang mit den Gesetzen Taiwans oder mit dem Einverständnis der Kunden / «Prospects» oder auf deren Wunsch zugestellt. **UK:** Genehmigt von UBS AG, in der Schweiz beaufsichtigt und autorisiert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht. In Grossbritannien ist UBS AG autorisiert durch die «Prudential Regulation Authority» und unterliegt der Regulierung durch die «Financial Conduct Authority» und der beschränkten Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority». Einzelheiten zum Umfang unserer Regulierung durch die «Prudential Regulation Authority» sind auf Anfrage erhältlich. Mitglied der «London Stock Exchange». Diese Publikation wird an Privatkunden von UBS London in Grossbritannien verteilt. Produkte und Dienstleistungen, die

Anhang

ausserhalb Grossbritanniens angeboten werden, werden nicht von den britischen Regulierungen oder dem «Compensation Scheme» der «Financial Services Authority» erfasst. **USA:** Diese Publikation darf weder in den USA noch an «US persons» noch durch in den USA ansässige Mitarbeiter von UBS verteilt werden. UBS Securities LLC ist ein Tochterunternehmen von UBS AG und ein verbundenes Unternehmen von UBS Financial Services Inc., UBS Financial Services Inc. ist ein Tochterunternehmen von UBS AG. **Vereinigte Arabische Emirate:** Diese Research-Publikation stellt in keiner Weise ein Angebot, einen Verkauf oder eine Lieferung von Aktien oder anderen Wertpapieren gemäss den Gesetzen der Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) dar. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Behörde der Vereinigten Arabischen Emirate einschliesslich der VAE-Zentralbank und der «Dubai Financial Services Authority», der «Emirates Securities and Commodities Authority», des «Dubai Financial Market», des «Abu Dhabi Securities Market» oder einer anderen Börse in den VAE genehmigt. Dieses Material richtet sich ausschliesslich an professionelle Kunden. UBS AG Dubai Branch wird im DIFC von der DFSA reguliert. UBS AG / UBS Switzerland AG ist in den VAE weder von der VAE-Zentralbank noch von der «UAE Securities and Commodities Authority» für die Bereitstellung von Bankdienstleistungen zugelassen. Das UBS AG Representative Office in Abu Dhabi hat von der VAE-Zentralbank die Zulassung für den Betrieb eines Representative Office erhalten. Stand 06/2016. © UBS 2016. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.