



Investment Outlook 2017

Generationenkonflikte

Investment Outlook 2017

Tidjane Thiam, CEO Credit Suisse Group AG

Aus meiner Perspektive

Ich freue mich, Ihnen die Ausgabe 2017 unseres Investment Outlook zu präsentieren. Wie jedes Jahr fasst unsere Publikation einige der besten anlagebezogenen Analysen unserer Bank zusammen.

Wir hören von vielen unserer Kunden, dass es immer schwieriger werde, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen, obwohl die relevanten Informationen reichlich vorhanden sind und immer besser zugänglich werden. Grund dafür ist wohl vor allem, dass eine traditionelle Quelle von Anlageerträgen, nämlich die Rendite von Anleihen, praktisch gänzlich versiegt ist. Die tiefer liegende Ursache ist jedoch, dass die Kräfte, die unsere wirtschaftlichen, gesellschaftlichen, politischen und ökologischen Realitäten prägen, immer komplexer und polarisierter werden und zu fundamentalen Trendänderungen führen können.

Mit einigen dieser Problemkreise befassen wir uns in unserem Investment Outlook 2017 unter dem übergeordneten Thema «Generationenkonflikte». 2016 konnten wir abermals Ausbrüche von militantem Extremismus und Verschiebungen in der politischen Landschaft beobachten, die einen jahrzehntelangen Trend rückgängig zu machen drohen, der zu einer verstärkten politischen und wirtschaftlichen Integration und Liberalisierung geführt hat. Der finanzielle Druck auf Regierungen und Unternehmen nimmt weiter zu, was unter anderem daran liegt, dass es immer schwieriger wird, in einem Umfeld mit historisch tiefen Zinsen die Pensionsverbindlichkeiten für eine alternde Bevölkerung zu finanzieren. Zudem verändern rasante technologische Fortschritte die Art und Weise, wie wir leben und arbeiten, woraus Gewinner und Verlierer hervorgehen.

Die Umsetzung technologiegetriebener Innovationen, wie z.B. Big Data und Robotik in Sektoren wie Gesundheitswesen, Kommunikation, Finanzwesen und vielen weiteren Bereichen, eröffnet uns aber auch enorme Chancen, um die Produktivität zu steigern, Anlagerenditen zu generieren sowie letztlich die Einkommen und damit den Wohlstand zu erhöhen. Solche Gelegenheiten zu identifizieren, ist eine der Hauptaufgaben der Experten unserer Bank. Die Credit Suisse hat sich schon immer darauf konzentriert, Unternehmern finanzielles Fachwissen und Finanzierungsmittel zugänglich zu machen und damit Innovationen, bahnbrechende Veränderungen und die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung zu fördern und zu unterstützen. Für uns begann dies mit der Finanzierung und Entwicklung des Schweizer Eisenbahnnetzes vor 150 Jahren – einer der Haupttreiber des seither anhaltenden wirtschaftlichen Erfolges des Landes. Diesen Weg wollen wir weitergehen.

Ich hoffe, dass Ihnen unser Investment Outlook nützliche Einsichten für Ihre Anlagestrategie im Jahr 2017 und darüber hinaus vermittelt.

Ich wünsche Ihnen ein erfolgreiches Jahr.

Tidjane Thiam



«Die Credit Suisse hat sich schon immer darauf konzentriert, Unternehmern finanzielles Fachwissen und Finanzierungsmittel zugänglich zu machen und damit Innovationen, bahnbrechende Veränderungen und die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung zu fördern und zu unterstützen.»

Tidjane Thiam

Inhalt

4	Brief des CEO
8	Editorial
10	Rückblick 2016
60	Kalender 2017
63	Disclaimer

Globaler und regionaler Ausblick

2016 bot das Anlageumfeld ein durchwachsenes Gesamtbild. Es war geprägt durch ein uneinheitliches globales Wachstum und politische Ereignisse wie den Brexit und die Wahlen in den USA. Die weitere Erholung der Weltwirtschaft und die höhere politische Klarheit in den USA dürften den Anlegern 2017 gewisse Chancen bieten.

12

Weltwirtschaft

Das Basisszenario 2017: leichte bzw. begrenzte Wachstumsbeschleunigung.

24

Asien-Pazifik

Das jüngst stabile Wachstum dürfte sich im Zuge der wirtschaftlichen Neuausrichtung fortsetzen.

28

Vereinigte Staaten

Moderate Gesamtrendite auf Aktien, schwieriges Jahr für Anleihen.

16

Schweiz

Wettbewerbsfähigkeit führt nach wie vor zum Erfolg – trotz starkem Schweizer Franken.

18

Europa & EMEA

Brexit, Wahlen und Geldpolitik: Diese Themen dürften 2017 in Europa die Schlagzeilen beherrschen.

22

Lateinamerika

Dank Reformen endlich auf anlegerfreundlichem Weg.

Anlageausblick

Auch 2017 dürften politische Ereignisse Marktturbulenzen auslösen. Doch die Zentralbanken werden voraussichtlich die Marktrisiken weiter unterdrücken. In einem solchen Umfeld werden Marktkorrekturen Chancen eröffnen.

48 Globale Märkte

Was kommt nach der guten Performance der letzten vier Jahre?

52 Vermögensallokation

Eine Bestandsaufnahme des Portfolios für 2017 hilft bei der Einschätzung, ob das Engagement in alternativen Anlagen und der Grad an regionaler Diversifikation im Aktiendepot angemessen ist. Auch ein geeigneter Fokus auf Anleihen im Fixed-Income-Bereich kann dadurch gewährleistet werden.

54 Sektoren

Die am besten positionierten Unternehmen sind effizient, innovativ und kapitalstark.

56 Top-Themen

Drei übergreifende Anlagethemen dürften das Jahr 2017 dominieren: die Suche nach Wachstumsgelegenheiten, Renditequellen und Risikodiversifikation.

Generationenkonflikte

Globalisierung, Technologie, Migration und Ungleichheit führen zu einer zunehmenden Polarisierung. In der Folge ist eine Destabilisierung möglich und ein politisch bedingter Wandel zum Guten oder zum Schlechten. In diesem Kontext dürfte ein erhöhtes Augenmerk auf die Steuerung der entsprechenden Risiken gelegt werden. Ebenfalls im Fokus dürfte die Frage stehen, wie die Anleger dazu beitragen können, dass die Situation nicht eskaliert.



31 Booklet «Generationenkonflikte»

Zusammenfassung der Investmentkonferenz, die Credit Suisse im September 2016 in Zürich zum Thema «Generationenkonflikte» durchgeführt hat.



Weitere Informationen

Mehr unter
[credit-suisse.com/
investmentoutlook/de](http://credit-suisse.com/investmentoutlook/de)

Warum Perspektive wichtig ist

Einzelpersonen lösen in der Regel keine gesamtwirtschaftlichen Trends, politischen Stossrichtungen oder Finanzmarktreaktionen aus. Bei der Formulierung eines wirtschaftlichen und finanziellen Ausblicks arbeiten Ökonomen und Finanzexperten daher in der Regel auf unvoreingenommene, methodische und theoretische Art und Weise, d.h. sie analysieren die Fakten in ihrer Gesamtheit und blenden dabei die isolierten Aktivitäten und Emotionen von Individuen aus.

Individuelle Aktionen mit mehr kollektiver Wirkungskraft

In den meisten Jahren ist ein derartiger Ansatz wohl gerechtfertigt. Für 2017 scheint das allgemeine Umfeld jedoch eine stärkere Beachtung der Faktoren naheulegen, die Einzelpersonen dazu veranlassen, politischen Bewegungen beizutreten und nicht nur abzustimmen, sondern effektiv einen aktiven Beitrag zur Konzeption oder Neuausrichtung der Politik zu leisten, die sich positiv oder negativ auf die Wirtschaft und die Finanzmärkte auswirken kann. So ist es bemerkenswert, dass die populistischen Bewegungen und Regierungen in Lateinamerika, die durch die Entbehrungen der Emerging-Market-Krise in den 1990er-Jahren Auftrieb erhielten, nun auf dem Rückzug sind. Neue, stärker reformorientierte und von spezifischen Doktrinen befreite Regierungen sind an die Macht gelangt und stellen mit der Unterstützung demokratisch ermittelter Mehrheiten das kollektive Vertrauen in den Privatsektor als treibende Kraft von Volkswirtschaften und Gesellschaften wieder her. In Europa wurden hingegen die Widrigkeiten der Finanz- und der Schuldenkrise durch die problematische Massenzuwanderung aus vom Krieg zerrissenen Ländern noch verstärkt; nun gewinnen in vielen Industrieländern populistische Kräfte auf demokratischem Weg an Boden, weil das Establishment auf die täglichen Probleme und Frustrationen der Menschen nicht mit angemessenen Massnahmen reagiert hat.

Polarisierung und Konflikte im Zentrum der Debatte

Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, die Probleme zu erkennen und beim Namen zu nennen sowie die Risiken und Chancen zu identifizieren, die sich daraus ergeben. An einer internen Anlagekonferenz zum Thema «Generationenkonflikte» haben wir vor Kurzem über die heute vorherrschenden Polarisierungen und Konflikte nachgedacht, die den seit Langem bestehenden sozioökonomischen Frieden zwischen den Generationen

beenden könnten. In der Beilage zum vorliegenden Investment Outlook erläutern wir die wichtigsten Einsichten und Schlussfolgerungen aus dieser Konferenz, an der Anlageexperten der Credit Suisse und externe Vordenker teilnahmen. Darin beurteilen wir, wie diese Konflikte unsere Wahrnehmung der wichtigsten Trends, Chancen und Risiken im Jahr 2017 beeinflussen. Unsere Schlussfolgerungen sind eine wesentliche Grundlage des Investment Outlook und der darin formulierten Anlageideen. Ähnlich wie Bürger im täglichen Leben üben auch Investoren mit ihren Anlageentscheidungen Einfluss aus und zeigen dadurch ihr Vertrauen – oder Misstrauen – in Unternehmen, Sektoren und Länder. Wir glauben daher, dass Investoren einen wichtigen Beitrag zur Umsetzung von Lösungen leisten können und sollten – genauso, wie wir das als Bank mit der von uns gebotenen Unterstützung, unserem Fachwissen, unseren Dienstleistungen und unseren Produkten tun. Einige der Anlage-themen, die wir für 2017 als wichtig erachten, tragen nicht nur entscheidend zu Produktivitätssteigerungen und zur Schaffung von Arbeitsplätzen bei, sondern lösen praktischerweise auch das Renditeproblem, mit dem sich viele langfristig ausgerichtete institutionelle und private Anleger konfrontiert sehen.

Ein zuversichtlicher Ausblick

Ein Grossteil der hier präsentierten Erkenntnisse und Einsichten sind das Resultat der Thought Leadership, die wir in unseren Expertenteams vereinen. Wir hoffen, dass Sie, geschätzte Kunden, unsere Arbeit interessant und relevant finden werden, und wünschen viel Vergnügen bei der Lektüre. ■



«Ähnlich wie Bürger im täglichen Leben üben auch Investoren mit ihren Anlageentscheidungen Einfluss aus und zeigen dadurch ihr Vertrauen – oder Misstrauen – in Unternehmen, Sektoren und Länder.»

Michael Strobaek

Rückblick 2016

Politische Einschnitte, widerstandsfähige Märkte



7. Januar 2016

Kürzester Handelstag in China

Am 7. Januar verzeichnete der Shanghai Composite Index die kürzeste Handelssitzung seiner Geschichte: Er brach in nur 30 Minuten nach Handelsbeginn um 7 % ein.



11. Februar 2016

Europäische Finanzwerte unter Verkaufsdruck

Die allgemeine Unsicherheit in Bezug auf die Gesundheit der führenden Banken der Eurozone sowie die notleidenden Kredite italienischer Banken beeinträchtigen die Finanzwerte.



11. Februar 2016

Einbruch der Ölpreise auf tiefste Notierungen seit Jahren

Ängste vor unzureichenden Lagerkapazitäten liessen die US-Rohölfutures zu Beginn des Jahres auf USD 26.21 einbrechen, bevor an den physischen Märkten eine Gleichgewichtsfindung und in der Folge einer Erholung der Preise einsetzten. Die hohe Volatilität dauert indessen weiter an.

2,2%

16. März 2016

Fed belässt Zinssätze unverändert

Die US-Notenbank senkte ihre BIP-Wachstumsprognosen aufgrund der von den globalen und finanziellen Entwicklungen ausgehenden Risiken von 2,4 % auf 2,2 %.



23. Juni 2016

Brexit

Grossbritannien entschied sich mit 51,9 % (bei einer Stimmbeteiligung von 72,2 %, entsprechend 33,6 Mio. Stimmen) für einen Ausstieg aus der Europäischen Union. Der GBP/USD-Wechselkurs brach am Abstimmungstag um 8 % ein und hat seit Jahresbeginn mehr als 13 % eingebüsst.

4,7%

15. Juni 2016

Fed belässt Zinssätze unverändert

Obwohl die Arbeitslosenrate auf 4,7 % zurückging, belies die US-Notenbank ihre Leitzinsen unverändert, weil sich der «Beschäftigungszuwachs abgeschwächt hat».



6. Juli 2016

Lancierung von Nintendo Pokémon Go

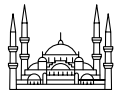
Vom 6. bis 19. Juli schnellte der Kurs der Nintendo-Aktie um fast 121% nach oben. Seit der Lancierung wurden jeden Tag durchschnittlich 200'000 Tweets gezählt, und die Spiel-App hatte 11 Mio. zahlende Nutzer.



14. Juli 2016

Terroranschlag in Nizza

Am französischen Nationalfeiertag raste ein Fahrer mit seinem Lastwagen während eines Feuerwerks in eine auf der Promenade des Anglais versammelte Menge und tötete 84 Menschen.



15. Juli 2016

Putschversuch in der Türkei

Teile des türkischen Militärs versuchten erfolglos, die Regierung von Präsident Recep Tayyip Erdoğan zu stürzen. Der MSCI Turkey Total Return Index brach um fast 7% ein, als die Märkte am folgenden Montag, dem 18. Juli, den Handel aufnahmen.



31. August 2016

Amtsantritt des brasilianischen Präsidenten

Michel Temer trat die Nachfolge der ersten weiblichen Präsidentin Dilma Rousseff an, nachdem diese in einem Amtsenthebungsverfahren abgesetzt worden war. Der MSCI Brazil Total Return Local Index legte von Januar bis am 31. August um 32,5% zu.



18. September 2016

Alternative für Deutschland (AfD) mit rekordhohem Stimmenanteil

Nachdem die AfD 2015 die Ängste der Wähler vor den rund 1 Mio. Zuwanderern nach Deutschland geschürt hatte, zog sie in die Landesparlamente von 10 der 16 deutschen Bundesländer ein.

2%

21. September 2016

Fed belässt Zinssätze unverändert

Die US-Notenbank gab sich in Bezug auf das Wirtschaftswachstum zuversichtlich, verwies aber darauf, dass die Unternehmen nach wie vor nur zögerlich Anlageinvestitionen tätigten und die Inflation nach wie vor nicht auf den Fed-Zielwert von 2% zugenommen habe.



8. November 2016

US-Wahlen

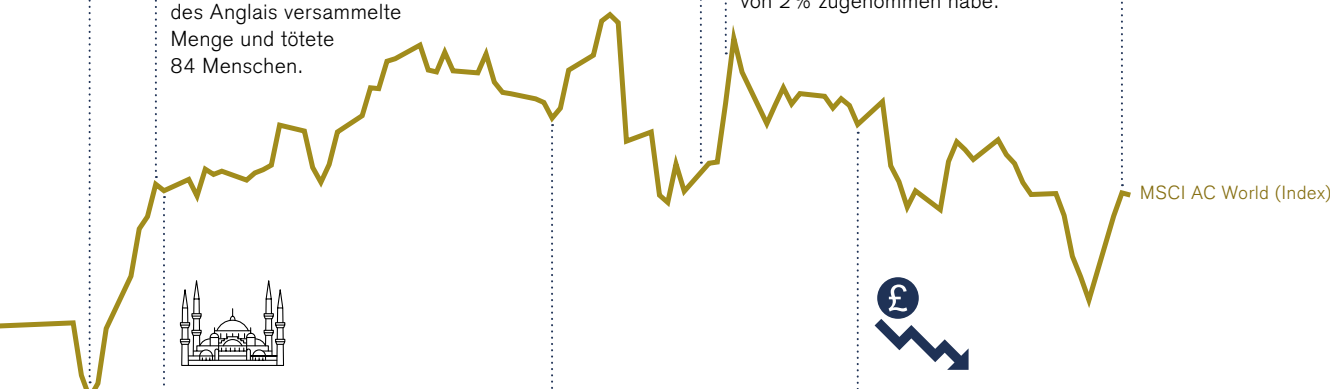
Donald Trump wurde zum 45. Präsidenten der USA gewählt. Weltweit gaben Aktienfutures um 4% nach, machten diese Verluste aber im Laufe des Tages weitgehend wieder gut. Der MXN brach über 10% ein, bevor er sich wieder stabilisierte.



7. Oktober 2016

Einbruch des GBP um 6% in zwei Minuten

Der plötzliche Einbruch des GBP-Wechselkurses war möglicherweise auf eine Fehlfunktion automatisierter Algorithmen zurückzuführen.



MSCI AC World (Index)



«Die Inflation wird wohl steigen, auch wegen der stabileren Rohstoffpreise. Sie dürfte dabei jedoch wegen der schwachen Nachfrageentwicklung kaum bedrohlich werden.»

Oliver Adler

Oliver Adler, Head of Economic Research

Stetiges, aber noch langsames Wachstum

Das globale Wachstum sollte 2017 leicht anziehen, aber weiter deutlich hinter dem Vorkrisenniveau zurückbleiben. Nachdem sich die Rohstoffpreise 2016 stabilisiert haben, wird die Inflation wohl steigen. Da in den USA die Teuerung weiter zunimmt, dürfte das Fed die Zinsen weiter in kleinen Schritten erhöhen. Die anderen grossen Notenbanken dürften ihren expansiveren geldpolitischen Kurs beibehalten, aber von «mechanischen» Bilanzausweitungen abzurücken beginnen.

Wie in den Vorjahren waren die Prognosen für das Wirtschaftswachstum Anfang 2016 zu optimistisch und mussten revidiert werden. Zwar überraschte der Aufschwung in der Eurozone positiv, der schwache Jahresauftakt in den USA und die hartnäckige Flaute in einigen Schwellenländern sorgten aber dafür, dass das Wachstum nicht annähernd an das Vorkrisenniveau heranreichte. In unserem Basisszenario dürfte sich das Wachstum 2017 leicht beschleunigen.

In einigen Schwellenmärkten wird Gegenwind zu Aufwind

Wir gehen davon aus, dass in diversen aufstrebenden Ländern wie Brasilien aus dem Abschwung ein geringfügiges Wachstum wird, da die jüngsten Schwierigkeiten teils überwunden sind. Auch die Rohstoffpreise dürften sich dank kleinerem Angebotsüberschuss weiter erholen. Da sich die Leistungsbilanzen der Schwellenländer allgemein verbessert haben und die Währungen nicht länger überbewertet sind, sind sie gegenüber steigenden US-Zinsen weniger anfällig. Stabile Währungen lassen wiederum die Inflation weiter sinken und verschaffen einigen wirtschaftlich angeschlagenen Ländern geldpolitischen Spielraum. Hier sollte eine lockerere Geldpolitik auf einen graduellen Aufschwung hinwirken. Zudem wurden in einigen lateinamerikanischen Ländern reformorientierte Regierungen gewählt. Deren Strukturreformen sollten entsprechendes Vertrauen und Wachstum fördern. Eine Rückkehr zum Schwellenmarktboom der Vorkrisenjahre scheint aber sehr unwahrscheinlich, hält man sich die Wachstumsschwäche in China, die hohen Schulden im Privatsektor und die nötige Eindämmung der Haushaltsdefizite vor Augen.

Wir erwarten, dass das Wirtschaftswachstum in den USA 2017 relativ robust bleibt und prognostizieren für das Bruttoinlandprodukt (BIP) ein Plus von rund 2%, nach 1,5% im Jahr 2016. Die stetigen Beschäftigungs- und Lohnzuwächse der letzten Jahre sollten neben den noch tiefen Zinsen vor allem die Konsumausgaben und den Häusermarkt weiter stützen. Ausserdem dürften eine positive Konsumnachfrage und höhere Rohstoffpreise die Unternehmensinvestitionen beflügeln. Schliesslich dürften im Verlauf des Jahres gewisse fiskalische Impulse in Form von Infrastrukturinvestitionen zum Tragen kommen. Die Beschäftigung könnte weniger wachsen, da der Arbeitskräftebedarf der Unternehmen vorerst gesättigt scheint und die Kapazitätsüberhänge am Arbeitsmarkt reduziert wurden. Die Reallöhne dürften im Zuge einer anziehenden Inflation weniger schnell ansteigen.

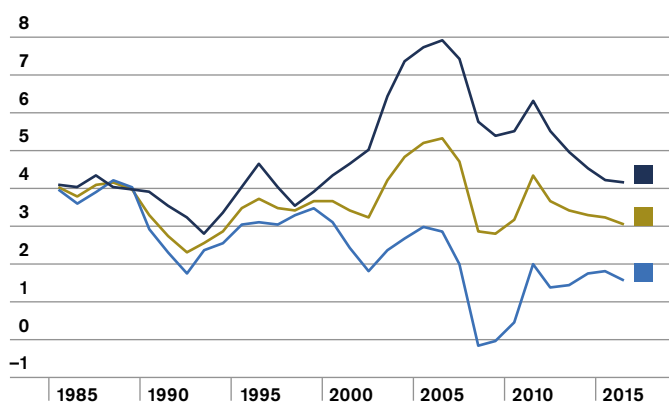
Eurozone erlebt anhaltendes Wachstum

Wahrscheinlich wächst die europäische Wirtschaft 2017 weiter, sofern die Region nicht einen weiteren schweren politischen Schock verkraften muss. Die geldpolitische Expansion der letzten Jahre sorgte für kontinuierlich sinkende Zinsen sowie >

Abb.1 **Globales Wachstum dürfte 2017 leicht höher sein**

Reales BIP-Wachstum (in %, nach Kaufkraft gewichtet)

Quelle: Internationaler Währungsfonds, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 2017 (Prognose)



— Weltweit
— Industrieländer
— Schwellen- und Entwicklungsländer



Populistisch

Der Begriff «populistisch» wurde erstmals in den 1890er-Jahren in den USA verwendet. Populismus bezeichnet heute eine politische Neigung, die sowohl links (z. B. die Bewegung Occupy Wall Street) als auch rechts (z. B. in Einwanderungsfragen) anzusiedeln ist.

Abb. 2 **Kreditwachstum scheint in China nicht nachhaltig zu sein**

Wachstum der Kreditvergabe der Banken (in % ggü. Vorjahr)

Quelle: Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: September 2016

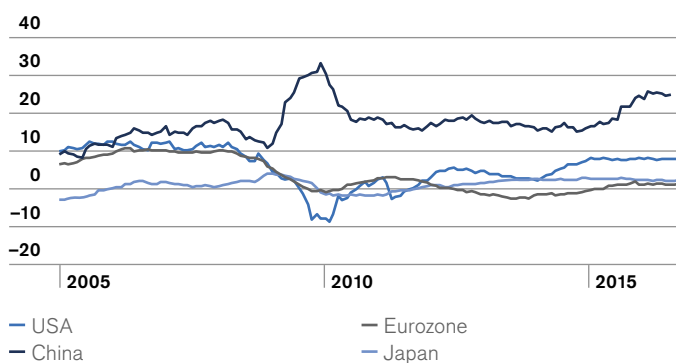
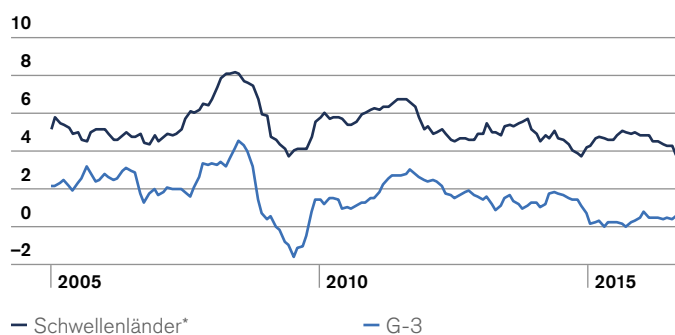


Abb. 4 **Inflation sinkt in Schwellenländern**

Konsumentenpreise ohne Lebensmittel und Energie (in % ggü. Vorjahr)

Quelle: Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: September 2016



*China, Indien, Indonesien, Südkorea, Brasilien, Mexiko, Südafrika, Türkei und Russland

Abb. 3 **Fiskalischer Impuls dürfte 2017 schwach ausfallen**

Änderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos (in % des potentiellen BIP) Quelle: IWF, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 2017 (Prognose)

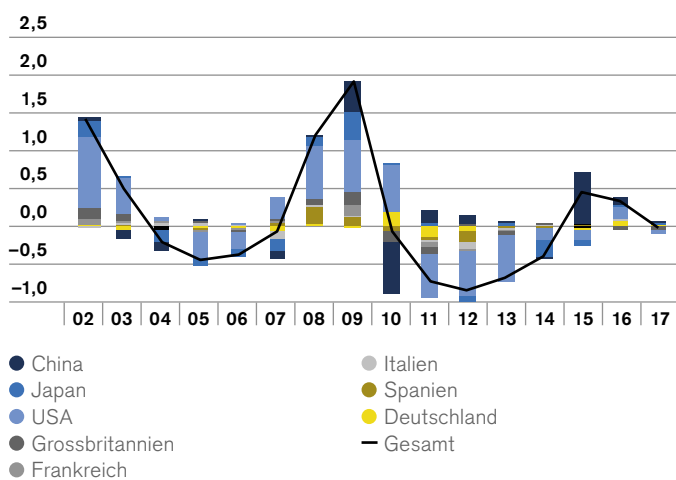
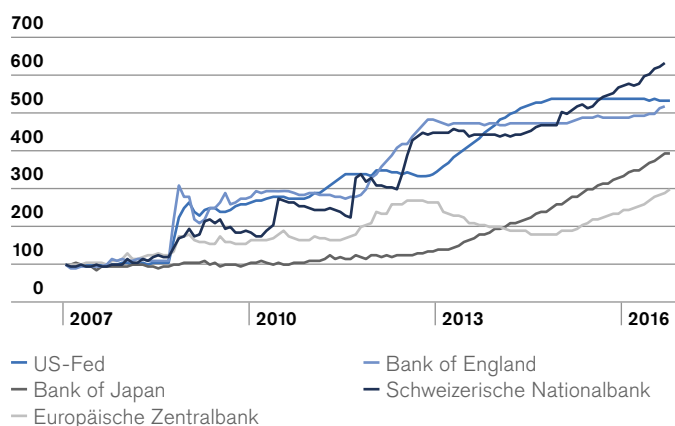


Abb. 5 **Zentralbanken dürften Expansion ihrer Bilanzen bremsen**

Bilanzumfang ausgewählter Zentralbanken (Jan. 2007 = 100)

Quelle: Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: Oktober 2016





Demografie

«Demografie ist der bedeutendste Faktor, dem niemand Beachtung schenkt. Und diejenigen, die ihm Beachtung schenken, begreifen nicht, worum es geht.»

Peter Drucker

ein moderates Kreditwachstum, das sich in höheren Konsumausgaben und boomenden Immobilienmärkten niedergeschlagen hat. Auch die Exporte konnten sich dank eines relativ schwachen Euros erholen. An die Stelle der Sparpolitik ist eine massvolle Haushaltsexpansion gerückt, die teilweise der Unterstützung von Flüchtlingen dient. All dies hat eine stetig steigende Beschäftigung ermöglicht. 2017 ist mit einer Fortsetzung dieser Trends zu rechnen. Da die Arbeitslosigkeit immer noch hoch ist und die Regierungen einen starken Druck durch populistische Kräfte erfahren, dürfte die Haushaltspolitik kaum restriktiver werden – auch dort nicht, wo die Defizitziele wiederholt verfehlt werden. Zudem dürften die Unternehmensinvestitionen schwach bleiben, wobei hier eine leichte Besserung wahrscheinlicher scheint als eine weitere Abschwächung.

Der Brexit-Entscheid dürfte sich negativ auf Grossbritanniens längerfristige Investitions- und Wachstumsaussichten auswirken. Die Abwertung, die das Pfund Sterling in der zweiten Jahreshälfte 2016 verzeichnet hat, schützt das britische Wachstum in gewisser Weise – zulasten der Eurozone. Diese Belastung sollte aber nicht allzu gross sein, da die Exporte von Waren und Dienstleistungen nach Grossbritannien nur einen Anteil von etwa 3% am BIP der EU-27 haben. Dennoch bleiben angesichts der bevorstehenden Wahlen erneut Sorgen um den Zusammenhalt der Eurozone und die Bankenstabilität bestehen. Eine ausgewachsene Banken- und Staatskrise halten wir für unwahrscheinlich, da die Institute inzwischen besser kapitalisiert sind und die Europäische Zentralbank alles tut, um solche Verwerfungen zu verhindern.

China belebt Wachstum auch 2017

Wir erwarten ein fortgesetztes Wachstum der Weltwirtschaft, was sich massgeblich auf ein stabiles China und Asien allgemein stützt, denn die aufstrebenden asiatischen Länder haben zusammen mit China zuletzt bis zu 40% zum globalen Wachstum beigetragen. Auch in dieser Region ist die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2016 langsam dynamischer geworden – eine Entwicklung, die 2017 anhalten dürfte. Dies in erster Linie dank der umfassenden Infrastrukturoffensive der chinesischen Regierung, die auch noch die Geld- und Kreditpolitik gelockert hat. Das Kreditwachstum und die Investitionen am Immobilienmarkt haben deutlich angezogen. Beide Trends erscheinen uns auf längere Sicht wenig nachhaltig, dürften

aber bis weit in das Jahr 2017 hinein Bestand haben. In Indien sollten die 2016 eingeführten Reformen das Wachstum weiter stützen, während in den meisten anderen asiatischen Ländern die Ungleichgewichte begrenzt sind und damit darauf hindeuten, dass die relativ hohen Wachstumsraten aufrechterhalten werden können.

Obwohl in den meisten Industrieländern die Dynamik des Privatsektors noch zu gering ist, die Staatsverschuldung aber zu hoch, dürfte eine fiskalische Expansion weiterhin wenig politische Unterstützung erhalten. Wir denken, dass die Geldpolitik auch 2017 und später als wichtige Stütze fungieren muss. Die Inflation dürfte steigen, auch wegen der stabileren Rohstoffpreise. Sie sollte dabei jedoch wegen der schwachen Nachfrageentwicklung kaum bedrohlich werden. Gut möglich, dass in den USA die Inflation leicht über ihr Ziel hinausschiesst, was das Fed aber weitgehend tolerieren wird. In den meisten anderen Industrieländern sollte die Geldpolitik akkommodierend bleiben. Um Bilanzrisiken und den politischen Druck zu begrenzen, werden die Notenbanken von einer mechanischen Ausweitung ihrer Bilanzen abzuweichen beginnen. Die Geldpolitik erzielt bei mehr Flexibilität auch nachhaltigere Erfolge. Die neuen Regimes dürften jedoch auch zu volatileren Zinsen und Finanzmärkten insgesamt führen. ■

Erkenntnisse für Anleger

- Wir rechnen für 2017 global mit schnellerem Wachstum, das sich aber in Grenzen halten dürfte. Wegen der stabileren Rohstoffpreise und des fortgeschrittenen Konjunkturzyklus in den USA sollte die Inflation höher tendieren, ohne aber eine Gefahr darzustellen.
- Die Eurozone, die USA und Japan sollten ein anhaltendes, moderates Wirtschaftswachstum verzeichnen. Für Grossbritannien sind die langfristigen Wachstumsaussichten trüb, da der bevorstehende EU-Austritt zu spürbar weniger Investitionen führen dürfte.
- Bessere Leistungsbilanzen sollten in strukturell schwächeren Schwellenländern zu stabileren Währungen und tieferen Inflationsraten beitragen. Der markante Kreditanstieg in China stabilisiert dort das Wachstum, birgt aber auf längere Sicht auch Risiken.

Mitteilung von Thomas Gottstein, CEO Swiss Universal Bank



Ich stelle mit Freude fest, dass sich die Schweizer Wirtschaft relativ gut vom CHF-Aufwertungsschock vom 15. Januar 2015 erholt hat und ihre führende Wettbewerbsstellung zurückerobern konnte. Bei zahlreichen Gesprächen mit Unternehmern erfuhre ich indessen, dass die Entwicklungen der vergangenen zwei Jahre beiden Gewinnmargen tiefe Spuren hinterlassen haben. Auch deshalb stellen viele Unternehmen die Attraktivität der Schweiz als Geschäftsstandort zumindest teilweise infrage.

Wir müssen gewährleisten, dass die Schweiz Unternehmen und Investoren auch künftig ein attraktives Umfeld bietet und wir unsere Standortvorteile wahren können. Bei meinen vielen Reisen in die Regionen der Schweiz bin ich immer wieder von der hohen Innovationskraft insbesondere der kleinen und mittleren Unternehmen beeindruckt, denen wir zwei Drittel der Arbeitsplätze in unserem Land verdanken. Bei der Credit Suisse leisten wir unseren Beitrag, indem wir Innovation fördern, und

zwar nicht nur in unserer Rolle als Kreditgeber, sondern auch, indem wir Start-up-Firmen, beispielsweise im Rahmen des Kickstart Accelerator, unterstützen.

Die Situation präsentiert sich auch für Anleger weiterhin alles andere als einfach. Die Zinsen sind nach wie vor extrem tief und stellen Investoren vor Probleme. Wir gehen davon aus, dass die Schweizerische Nationalbank 2017 an ihrer Negativzinspolitik festhalten wird. Folglich wird es nicht einfach sein, die richtige Balance zwischen Risiko und Ertrag zu finden. Ich hoffe, dass die Informationen unserer Experten ein umfassendes Bild unserer Markterwartungen zeichnen und Ihnen damit eine solide Grundlage für Ihre Anlageentscheidungen bieten. Darüber hinaus wird Ihnen unser Sonderbericht zum Thema «Generationenkonflikte» hoffentlich einige Denkanstösse zu wichtigen Fragen unserer Zeit geben.

Die Credit Suisse (Schweiz) AG hat vor Kurzem ihren Betrieb aufgenommen, nachdem rund 1,4 Mio. Schweizer Kunden auf diese neue Rechtseinheit übertragen wurden. Diese unabhängige Bank innerhalb unserer Gruppe wurde nicht nur aus regulatorischer Notwendigkeit gegründet. Sie ist vielmehr von entscheidender Bedeutung zur Umsetzung unserer strategischen Prioritäten. Sie reflektiert zudem unsere enge Bindung zur Schweiz als unserem Heimmarkt. Vor mehr als 160 Jahren gründete der visionäre Staatsmann und Unternehmer Alfred Escher die Schweizerische Kreditanstalt, um das Eisenbahnnetz der Schweiz zu finanzieren. Dieser Unter-

nehmergeist ist fest in unserer DNA verankert – dies zeigt sich nicht nur in unseren Gesprächen mit Kunden, die selbst Unternehmer sind, sondern auch in unserer festen Überzeugung, dass jeder einzelne Anleger im Innersten Unternehmer ist. Wir sind bestrebt, unseren Kunden als gleichberechtigte Partner zur Seite zu stehen und das Vertrauen, das sie in uns setzen, zu rechtfertigen. Unser Ziel ist es, globales Fachwissen auf lokaler Ebene bereitzustellen.

Trotz der Herausforderungen, mit denen sich die Finanzbranche konfrontiert sieht, werden unsere Kunden weiterhin höchste Priorität haben. Ich bin fest davon überzeugt, dass technologische Fortschritte die Art und Weise, wie Banken mit ihren Kunden interagieren, substantiell verändern werden. Wir sind entschlossen, die erforderlichen Investitionen zu tätigen, und achten dabei besonders auf die Schaffung eines attraktiveren Beratungserlebnisses. Ich bin ebenso überzeugt, dass der persönliche Kontakt zwischen Kunden und Beratern auch künftig von grundlegender Bedeutung sein wird. Finanzielle Angelegenheiten sind persönlich und erfordern eine Beziehung, die auf Vertrauen aufbaut. Für mich ist deshalb klar, dass der «Human Touch» noch lange nicht aus der Mode kommen wird. ■



Anja Hochberg, Chief Investment Officer Switzerland

Schweiz stark im Wettbewerb

Die Schweizer Wirtschaft wird 2017 trotz Frankenstärke weiter moderat wachsen. Die starke Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Industrie und das anhaltende, wenn auch noch zögerliche globale Wirtschaftswachstum dürften sie dabei unterstützen. Für heimische Investoren wird das sehr tiefe Zinsniveau nach wie vor die grösste Herausforderung sein.

Trotz des deutlich stärkeren Schweizer Frankens konnte die Schweizer Wirtschaft 2015 einer Rezession entgehen. 2016 beschleunigte sich das Wachstum bereits wieder. Die robuste Konsumnachfrage und der weiterhin starke Immobiliensektor haben dazu beigetragen. Die Inlandnachfrage dürfte auch 2017 das Wachstum weiter unterstützen. Ihr Beitrag dürfte aber geringer sein als in früheren Jahren, da der Arbeitsmarktzyklus gerade seinen Höhepunkt erreicht und ein Grossteil der konsumbedingten Nachfrage mittlerweile befriedigt scheint.

Schweizer Wettbewerbsfähigkeit als Erfolgsgrundlage

Neben der inländischen Nachfrage und den anhaltenden Interventionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) am Devisenmarkt, die den Aufwertungsdruck auf den CHF begrenzen, ist die hohe Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmen ein weiterer wichtiger Erfolgsfaktor. Im ersten Semester 2016 hat die Schweiz sogar mehr exportiert als je zuvor. Den Löwenanteil steuerte dabei die Pharmaindustrie bei. Andere, preissensiblere Sektoren wie Maschinenbau und Metalle konnten ebenfalls wieder Tritt fassen. Einige Herausforderungen bleiben aber bestehen.

Die Schweizer Industrie kann nur reibungslos expandieren, wenn das globale Wachstum – und hier besonders in der Eurozone – auf Kurs bleibt und sich die Wechselkursschwankungen weiter in Grenzen halten. Die heimische Industrie muss sich zudem den Zugang zu hoch qualifizierten Arbeitskräften erhalten. Eine «sanfte» Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative sollte sicherstellen, dass dies der Fall bleibt. Schliesslich erwarten wir, dass die Wähler die von der OECD geforderten Unternehmenssteuerreform III annehmen werden. Diese wird dafür sorgen, dass der Unternehmenssteuersatz der Schweiz im internationalen Vergleich weiterhin zu den tiefsten zählt.

Schweizer Franken wird wohl graduell billiger

Durch die Negativzinsen und die Devisenmarktinterventionen der SNB besteht die Möglichkeit, dass sich der Franken gegenüber dem EUR und dem USD geringfügig abwertet. Aktuell notiert er jedoch immer noch höher als vor der Aufhebung der Kursuntergrenze zum EUR. Gemäss unserem Basisszenario wird sich der CHF 2017 graduell verbilligen, weil das globale Wachstum anzieht und die Nachfrage nach Safe-Haven-Anlagen nachlässt. Sollte es aber in der Eurozone oder anderen Teilen der Welt wieder zu Verwerfungen kommen, könnte der CHF erneut unter Aufwertungsdruck geraten. Gleiches gilt, wenn Märkte und SNB die Schweizer Wirtschaft für robust genug befinden, um einer solchen Aufwertung standzuhalten.

Da der Franken kaum stark abwerten wird, dürfte das Regime der Negativzinsen 2017 und vermutlich auch darüber hinaus weiter bestehen bleiben. Den Anlegern am Fixed-Income-Markt wird wohl nichts anderes übrig bleiben, als nach höher rentierenden Alternativen zu suchen, wie etwa Bank- oder Schwellenmarktanleihen. Es lassen sich dabei zusätzliche Erträge generieren, selbst wenn das Währungsrisiko abgesichert wird. Der Schweizer Aktienmarkt sollte durch die Wettbewerbsstärke heimischer Unternehmen und ihre hohen Dividendenausschüttungen gut unterstützt bleiben. ■

Erkenntnisse für Anleger

- Die tiefen (oder gar negativen) Zinssätze dürften noch länger Bestand haben. Anleihenanleger in der Schweiz werden daher weiter nach rentierenden Alternativen in Fremdwährung suchen müssen.
- Dank ihrer Wettbewerbsfähigkeit und attraktiven Dividenden bieten grosse wie kleine Schweizer Unternehmen eine vielversprechende Gelegenheit für Aktienanleger. Die defensive Ausrichtung des Marktes ist ein bedeutender Vorteil, wenn es zu Turbulenzen kommt.
- CHF-Portfolios sollten zu einem erheblichen Teil global diversifiziert sein. Im Fixed-Income-Bereich raten wir dazu, das Währungsrisiko weitgehend abzusichern.

Mitteilung von Iqbal Khan, CEO International Wealth Management



International Wealth Management (IWM) ist ein tragender Pfeiler des Geschäftsportfolios und der Wachstumsstrategie der Credit Suisse. Unser über Europa und die wichtigsten Schwellenländer diversifiziertes Geschäftsportfolio erlaubt es uns, Hand in Hand mit unseren Kunden kontinuierlich zu wachsen, indem wir unsere Kapital- und Risikokapazität gezielt einsetzen. Indessen birgt das aktuelle Umfeld auch zahlreiche Herausforderungen. Wie wir in diesem Investment Outlook ausführen, dürfte das Weltwirtschaftswachstum verhalten bleiben. Dies impliziert, dass die Anlagerenditen beschränkt sein werden, während politische und andere Risiken zu Instabilität an den Finanzmärkten führen könnten. Angesichts dieser Unwägbarkeiten geben sich die Kunden in Bezug auf ihre Anlageaktivitäten verständlicherweise vorsichtig. Trotz dieser exogenen Faktoren haben wir bewiesen, dass wir in der Lage sind, mit unseren Kunden nachhaltige Partnerschaften aufzubauen und ihnen die Mehrwerte zu erschliessen, die sie von uns erwarten. Der Aufbau und die Pflege vertiefter

und vertrauensbasierter Beziehungen mit unseren Kunden gehören für uns als führenden Vermögensverwalter zu den wichtigsten Erfolgsfaktoren.

Die Qualität des Zusammenwirkens mit unseren Kunden steht im Zentrum aller unserer Aktivitäten. Wir sind bestrebt, unseren Kunden Wertpotenziale zu erschliessen, indem wir die Bedürfnisse individueller Investoren und Unternehmenskunden erfüllen, und zwar sowohl in Bezug auf die Vermögensverwaltung als auch die Kreditvergabe. Die auf unserem Research und unserer Anlagestrategie basierenden Einschätzungen werden in unseren Mandaten und im Rahmen unseres Beratungsprozesses umgesetzt. Zusammen mit unserer Produktanalyse und -konzeption bilden sie die Schlüsselkompo-

«Die Qualität des Zusammenwirkens mit unseren Kunden steht im Zentrum aller unserer Aktivitäten.»

Iqbal Khan

nenten für die Generierung von Mehrwerten zuhanden unserer Kunden. Um Letztere zu gewährleisten und unseren Kunden noch näher zu sein, haben wir in diversen unserer Zielmärkte zusätzliche Relationship Managers mit langjähriger Erfahrung eingestellt. Wir haben neue Geschäftsstellen in den Niederlanden eröffnet und sind bestrebt, unsere Präsenz in Mexiko und Saudi-Arabien auszubauen.

Wir sind auf gutem Weg, unsere ehrgeizigen Ziele zu erreichen. Die hohen Nettoneugeldzuflüsse sowohl im Private Banking als auch im Asset Management zeugen vom Vertrauen

unserer Kunden und ihrer Zufriedenheit mit unseren Dienstleistungen. Wir haben im 1. Halbjahr 2016 in Bezug auf Ertrag, Gewinn und Nettoneugeldzuflüsse deutlich besser abgeschnitten als unsere wichtigsten Konkurrenten im Privatbanksektor. Wir stellen mit Freude fest, dass wir in der Euromoney Magazine Survey 2016 in der Kategorie «Best Private Banking Service Overall» in drei unserer vier Kernregionen, nämlich in Westeuropa, Emerging Europa und Lateinamerika, unter den ersten drei rangieren. Darüber hinaus wurden wir im Mittleren Osten in dieser Kategorie zur Nummer eins erkürt.

Ich bin stolz auf unsere Leistungen und freue mich darauf, in unseren Geschäftsregionen künftig auf diesen Erfolgen aufzubauen. Ich danke Ihnen für Ihr Vertrauen und hoffe, dass Ihnen die Thought Leadership im vorliegenden Investment Outlook interessante Erkenntnisse vermittelt. ■



Michael O'Sullivan, Chief Investment Officer International Wealth Management

Übersteht Europa den Brexit unbeschadet?

Europa ist 2017 mit einigen Herausforderungen konfrontiert. Im Vordergrund steht dabei der Brexit, der nicht nur für Schlagzeilen sorgen, sondern auch viel politische Energie absorbieren wird. Zudem stehen wichtige EU-Mitglieder wie Frankreich und Deutschland vor Wahlen. Für die Märkte direkt relevant ist die Frage, wie und wann die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik normalisieren wird. 2017 dürfte ein ereignisreiches Jahr werden, und zwar in der ganzen EMEA-Region.

Grossbritanniens Votum für einen Austritt aus der EU hat Europa und die Welt erschüttert. Befürchtungen zu den Konsequenzen des Brexit für die EU und Spekulationen über die Austrittsbedingungen sind seither allgegenwärtig. Derzeit ist jedenfalls sicher, dass der Brexit nicht nur in Grossbritannien selbst, sondern auch in bei den europäischen Nachbarn für wirtschaftliche und politische Unwägbarkeiten sorgt.

Nach den Turbulenzen infolge des Neins im Juni 2016 beruhigte eine rasche Regierungsbildung die Nerven, und auch die Bank of England bot Unterstützung. Zudem fielen die britischen Konjunkturdaten zum 3. und 4. Quartal überraschend gut aus.

Brexit noch nicht in vollem Umfang zu spüren

Allerdings erachten wir den vorherrschenden Optimismus als verfrüht. Die anfängliche Beruhigung ist nur dem Umstand zu verdanken, dass der Brexit effektiv noch nicht stattgefunden hat. Dies wiederum ist teilweise darauf zurückzuführen, dass Downing Street die Strategie für diesen schwierigen Prozess noch nicht vollumfänglich ausformuliert hat. Im Verlauf von 2017 wird sich die mit dem Brexit-Prozess einhergehende Unsicherheit für die britische Volkswirtschaft höchstwahrscheinlich in weiter zurückgestellten Unternehmensinvestitionen und einer vielleicht weniger optimistischen Konsumentenstimmung ausdrücken. Während die Unterstützung von fiskalischer Seite möglicherweise verstärkt wird, könnten zunehmend Zweifel daran laut werden, ob die markante GBP-Abwertung tatsächlich als willkommener automatischer Stabilisator wirkt, zumal eine

höhere Inflation und Finanzmarktvolatilität die positiven Auswirkungen zumindest teilweise aufwiegen könnten.

Der Brexit wird auch für den Rest Europas substantielle Folgen haben. Unmittelbar dürfte der Eindruck einer politischen Ablenkung sein, zumal Zeit und Energie für den Brexit in allen seinen Details aufgewendet werden. Da die britische Premierministerin Theresa May versprochen hat, den mittlerweile berühmten Artikel 50 vor Ende März 2017 auszulösen, wird der Brexit wohl auch vor den Wahlen in Deutschland und Frankreich zum unumgänglichen Thema werden.

Weitere Länder ohne EU «besser dran»?

Es besteht vielerorts die Meinung, dass der Brexit weitere Länder in Versuchung führen könnte, dem britischen Beispiel zu folgen und aus der EU auszutreten. Davon sind wir nicht überzeugt. Aus sehr populistischer Perspektive könnten andere europäische Länder zwar durchaus ebenfalls denken, dass sie ohne EU «besser dran» wären. Das Urteil bezüglich der Besteuerung von Apple könnte etwa Irland davon überzeugen, die EU sei unternehmensfeindlich eingestellt. In Portugal könnte sich der Eindruck durchsetzen, seiner Wirtschaft würden zu viele Restriktionen auferlegt. Euroskeptische Schweden könnten letztlich die Geduld mit der EU verlieren. Griechenland, das am stärksten unter den von Brüssel und Berlin auferlegten Einschränkungen gelitten hat, wird der EU vielleicht ebenfalls den Rücken kehren wollen. Zudem könnten auch EU-Skeptiker in Italien und in Osteuropa Auftrieb erhalten.

Trotzdem ist es wahrscheinlicher, dass sich die Begeisterung für einen EU-Austritt in den übrigen europäischen Ländern in Grenzen hält. Wenn der Brexit erst einmal richtig einsetzt, wird sich zeigen, dass es sich um einen langwierigen, komplexen und oft verwirrenden Prozess handelt. Die Verhandlungen werden auch deshalb schwierig werden, weil die EU und ihre grossen Mitgliedsländer es sich nicht leisten können, dass der Brexit auf andere Länder übergreift. Darüber hinaus ist die kulturelle, politische und diplomatische Distanz zwischen Grossbritannien und der EU möglicherweise grösser als in irgendeinem anderen EU-Land. In vielen europäischen Ländern mag zwar der Wunsch nach einem EU-Austritt bestehen, der aber letztlich als unnatürlich angesehen würde.

Allerdings ist es zunehmend wahrscheinlich, dass andere EU-Staaten zwar nicht direkt aus der EU austreten, diese >



Brexit

Die genaue Herkunft des Begriffs «Brexit» ist unklar. Er wurde erstmals 2012 verwendet und dürfte sich an der Wortschöpfung «Grexit» orientieren. Dieser Begriff wurde im selben Jahr vom Ökonomen Ebrahim Rahbari geprägt und bezeichnet das mögliche Ausscheiden Griechenlands aus der Eurozone.



Tail Risk

Tail Risk bezeichnet das Extremrisiko, dass sich ein Vermögenswert oder ein Portfolio um mehr als drei Standardabweichungen vom aktuellen Preis entfernt.

aber immer mehr einfach ignorieren. Für 2017 zeichnen sich viele Ereignisrisiken ab, wie etwa die ungelösten Probleme im italienischen Bankensystem und die anhaltende Debatte über die Zuwanderung. Das ist vielleicht gar nicht schlecht. Europa wird seine Zuwanderungspolitik möglicherweise überdenken. Die Alternative zu einer solchen Überprüfung der Zuwanderungspolitik besteht – insbesondere in Anbetracht des Brexit – in einer deutlicheren Verlagerung zur extremen Rechten in der europäischen Politik, was eine weitere existenzielle Bedrohung für Europa wäre.

Ist Europa gegen die Globalisierung?

Aus ökonomischer Perspektive könnten sich gewisse Länder bei der Ankurbelung ihrer Volkswirtschaften weniger beschränkt fühlen und im Schutz der Anleihenkäufe der Europäischen Zentralbank (EZB) Reformen verschleppen. In einem breiter gefassten Kontext haben sich diverse europäische Politiker gegen die Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) ausgesprochen, während die USA und die EU Gleiches mit Gleichem zu vergelten schienen und die Unternehmen der jeweils anderen Volkswirtschaft büssten. Hier muss die EU deutlich Stellung zu Handel und Globalisierung beziehen und klarstellen, ob sie diese tatsächlich unterstützt. Derzeit erwarten wir für die Eurozone ein verhaltenes Wachstum von 1,5%, wobei dieses zwischen den einzelnen Ländern auch künftig ungleich verteilt sein wird.

Politisch gesehen ist das insgesamt konstantere Wachstum in der EU höchst willkommen, zumal sowohl in Frankreich als auch Deutschland Wahlen auf höchster Ebene anstehen. Frankreich könnte wirtschaftlich positiv überraschen, falls eine Mitte-Rechts-Regierung unter Alain Juppé gewählt würde. Deutschland stellt aus europäischer Perspektive ein grösseres Risiko dar, weil Europa einer politischen Einigungskraft beraubt würde, falls Angela Merkel nicht im Kanzleramt bestätigt wird. Aktuell preisen die Märkte die Möglichkeit eines Wahlerfolgs neuer Parteien oder extremerer Kandidaten in Frankreich und/oder Deutschland nicht einmal ansatzweise ein. Ein solches Szenario stellt ein Extremrisiko dar.

Wirtschaftlich gesehen stellt sich in Deutschland die zentrale Frage, ob die Regierung bereit ist, die Haushaltsausgaben etwa für Infrastrukturen zu erhöhen, um der Wirtschaft, die bereits von einer lockeren Geldpolitik profitiert,

Abb. 1 Europäische Banken bleiben gegenüber US-Banken zurück

Performance von europäischen gegenüber US-Banken (in Lokalwährung, Jan. 14 = 100).

Quelle: Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 30.09.2016

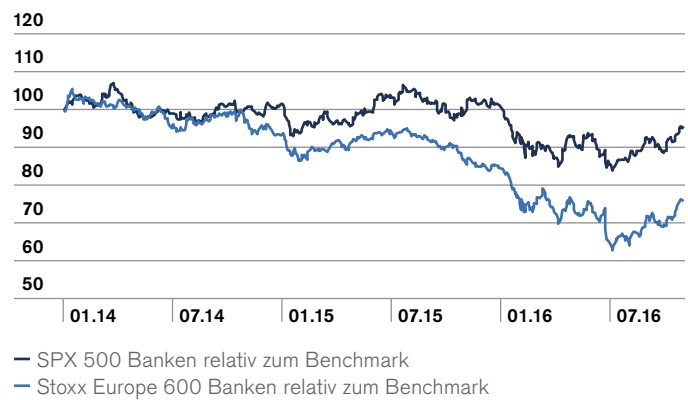
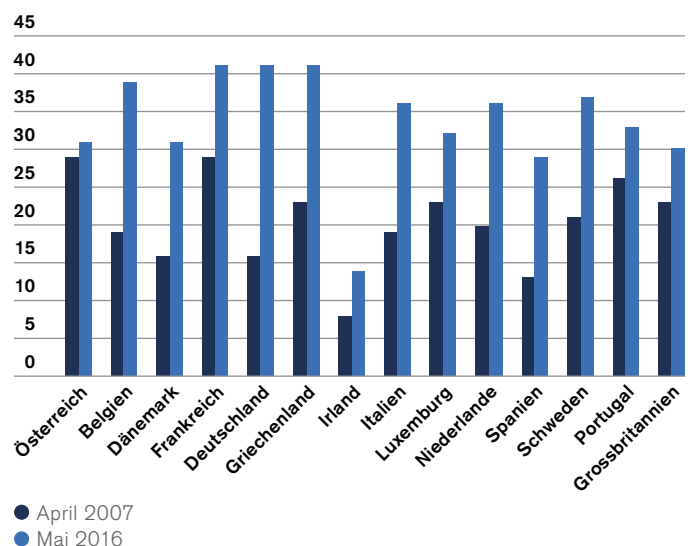


Abb. 2 Stimmung in Bezug auf die Zukunft der EU negativer

«Eher pessimistische» Einstellung (in %).

Quelle: Eurobarometer (2016) Europäische Kommission/Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: Mai 2016





Tapering

Tapering steht für das allmähliche Zurückfahren der Massnahmen, die eine Zentralbank zur Stützung der Konjunktur ergriffen hat.



LTROs

2011 lancierte die Europäische Zentralbank (EZB) sogenannte langfristige Refinanzierungsgeschäfte (LTROs), um den Geschäftsbanken im Zuge der Eurokrise unbegrenzt Liquidität bereitzustellen.

zusätzlichen Schwung zu verleihen. Dieser Ansatz wäre wirtschaftlich logisch, ist aber politisch eher heikel. Wir rechnen damit, dass die Medien 2017 der Politik viel Zeit widmen werden. Aus Anlegerperspektive dürften jedoch die Renditen von den sich gegenseitig beeinflussenden Faktoren Wirtschaftswachstum, Banken und Geldpolitik bestimmt werden.

Europa ist traditionell eine Wirtschaft, die von Bankkrediten (statt den Kapitalmärkten) getrieben wird, was den Bankensektor zum entscheidenden Übertragungsmechanismus für das Wachstum macht. Zahlreiche EZB-Massnahmen werden daher über den Bankenkanal umgesetzt (z. B. langfristige Refinanzierungsgeschäfte). Einige aber, wie der aktuelle Fokus auf Anleihenkäufe und Negativzinsen, untergraben die Rentabilität der Banken, was wiederum die Kreditvergabe und letztlich das Wachstum hemmt. Wenig hilfreich ist zudem, dass gewisse Banken nach wie vor mit der Sanierung ihrer Bilanzen beschäftigt sind. Die Eurozone wird auch im Verlauf von 2017 mit diesem geldpolitischen Dilemma konfrontiert sein.

Tapering der Anleihenkäufe

Die Anleihenmärkte der Eurozone sind mittlerweile in fester Hand der EZB. 2017 wird sich weisen, wie die EZB die logistischen Beschränkungen ihres eigenen ambitionierten Lockerungsprogramms umschiffen und wie sie dieses Programm bis Anfang 2018 zurückfahren wird (Tapering). Aus Sicht des Bankensektors wären ein stärkeres Wachstum und höhere Anleihenrenditen eine attraktive Kombination.

Vermutlich Ende Sommer 2017 könnten die Märkte ein Tapering einzupreisen beginnen, sodass die Anleihenurse nachgeben würden. Dies wäre ein wichtiger Wendepunkt in den Strategien von Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen und Anlegern mit eher geringer Risikobereitschaft. Am Aktienmarkt könnte das mit einer Umschichtung hin zu einem weniger defensiven, zyklischeren Ansatz einhergehen. Ein solches Tapering könnte aber eine Rückkehr zu einer wieder stärker von den Märkten bestimmten Preissetzung der Länderrisiken unter den Mitgliedern der Eurozone bewirken. Spanien sollte geringere Kreditrisikoaufläge verzeichnen als Italien, weil es über ein deutlich besseres Wachstumsprofil verfügt und sein Bankensektor relativ robust ist. Portugal könnte wegen seiner fiskalischen Probleme Griechenland als Kondensationspunkt der Befürchtungen von Anleihenanlegern ablösen. Und letztlich

dürfte sich der globale Konjunkturzyklus weiter erholen, während die US-Notenbank (Fed) ihre Geldpolitik weiter strafft, sodass der EUR im Bereich der aktuellen Notierungen verharren und bisweilen sogar unter diese abrutschen dürfte, zumindest in den ersten Monaten des Jahres 2017.

Politische Herausforderungen in EMEA-Region

Die wirtschaftlichen Trends in der Region Osteuropa, Naher Osten und Afrika (EMEA) dürften sich von Land zu Land weiterhin stark unterscheiden. Rohstoffexporteure im Nahen Osten sowie Russland und Südafrika sollten dank stabileren Rohstoffpreisen wieder vermehrt Fuss fassen. Die politische Entwicklung in der Türkei macht uns weiterhin Sorgen, während die ost- und mitteleuropäischen Länder zwischen den Auswirkungen eines stabileren Wachstums in der Eurozone und potenziellen geopolitischen Ansteckungseffekten aus Russland hin- und hergerissen sein dürften. Es wird sich noch weisen müssen, ob die Ukraine politisch gewillt ist, schmerzhaft Reformen umzusetzen, und ob sich Polen weiter von seiner so erfolgreichen wirtschaftlichen und politischen Transformation der vergangenen Jahrzehnte abwendet. ■

Erkenntnisse für Anleger

- Die Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Brexit, politischen Risiken und zeitweiligen Befürchtungen, was den Zustand europäischer Banken betrifft, dürften bei riskanten europäischen Anlagen zu Volatilitätsschüben führen, was die risikobereinigten Renditen von Aktien weniger attraktiv macht.
- Wir denken nicht, dass der Brexit weitere Austritte anderer EU-Mitglieder anstösst, sodass sich Staats- und Bankanleihen aus europäischen Peripherieländern gut behaupten dürften. Die Risiken in Italien und Portugal müssen aber im Auge behalten werden.
- Die Eurozone dürfte moderat expandieren. Aufgrund der Divergenz zwischen einem vorsichtig straffenden Fed und einer nach wie vor sehr akkommodativen EZB wird der EUR jedoch gegenüber dem USD wahrscheinlich nicht aufwerten. Das GBP wird sich voraussichtlich stabilisieren, zumal es 2016 unter seinen Fair Value abgewertet hat.



Sylvio Castro, Head of Investment Advisory Brazil

Reformen befeuern den Aufschwung

Ein Grossteil Lateinamerikas steckt seit 2014/2015 in einer Wirtschaftskrise; damals ging der von China und den Rohstoffpreisen getriebene Superzyklus zu Ende. Währungs- und Leistungsbilanzkorrekturen haben inzwischen viel bewirkt. Mit der Wahl reformorientierter Regierungen in Schlüsselländern haben sich die Chancen für einen Aufschwung und weitere Marktgewinne verbessert.

Viele Länder Lateinamerikas kämpfen seit Längerem mit schwachem Wachstum oder gar einer Rezession, weil die jüngste Flaute in China die Rohstoffpreise zerfallen liess. Die strukturellen Probleme (Einkommensungleichheit, unzureichende Bildungssysteme, Überregulierung) haben das noch verstärkt. Noch unmittelbarer traf es die Währungen, die in den Boomjahren deutlich überbewertet waren und nun stark unter Druck gerieten, weswegen die Notenbanken ihre Geldpolitik straffen mussten. Dies sorgte für zusätzliche Probleme in Ländern mit exzessivem Kreditwachstum. Die Haushaltsdefizite stiegen deutlich an und schürten Sorgen um eine erneute Schuldenkrise. Eine solche Schuldenkrise halten wir aber auch in den kommenden Jahren für unwahrscheinlich: Die Auslandsverschuldung gemessen am Bruttoinlandprodukt (BIP) ist deutlich niedriger als vor früheren Krisen, zudem lautet ein grösserer Teil der Schulden inzwischen auf die jeweilige Lokalwährung. Weit höhere Devisenreserven und eine flexiblere Währungspolitik ermöglichten eine graduellere Anpassung an eine sich verschlechternde Aussenhandelssituation. Seit etwa einem Jahr verbessern sich die Leistungsbilanzen sogar.

Trotzdem gibt es von staatlicher Seite kaum Spielraum, um die Haushaltspolitik zu lockern oder das Kreditwachstum zu fördern. Erfreulicherweise haben jedoch einige neu gewählte, reformorientierte Regierungen mit der Umsetzung von Strukturereformen begonnen. Obwohl sich Reformen in Zeiten eines geringeren Wirtschaftswachstums sicher nicht leicht umsetzen lassen, sind wir weiterhin vorsichtig optimistisch, dass alle führenden Länder Schritte in die richtige Richtung unternehmen werden.

Ab Mitte 2016 hellte sich das Geschäfts- und Konsumklima leicht auf. Das deutet darauf hin, dass die Volkswirtschaft

ten in Lateinamerika allmählich über den Berg sein könnten. Bis auf den mexikanischen und den argentinischen Peso sind die Währungen Anfang 2016 langsam stärker geworden, worauf sich der Inflationsdruck verringerte. Da die Inflation nachlässt und die Fiskalpolitik gestrafft wird, dürften einige Notenbanken ihre Geldpolitik schrittweise lockern können.

Da die Realzinsen deutlich höher liegen als in den Industrieländern oder anderen Schwellenmärkten, ist für lateinamerikanische Fixed-Income-Anlagen mit anhaltenden Kursgewinnen zu rechnen. Im Gegensatz zum «Taper Tantrum» von 2013 zeigte die gestiegene Erwartung einer Zinsanhebung des Fed zum Jahresende 2016 nur geringe Auswirkungen. Da gemäss unserem Basisszenario die US-Zinsen nur graduell steigen werden, sollten sich Anleihen aus Lateinamerika gut behaupten können.

Die Aussichten für lateinamerikanische Aktien sind durchwachsen. Bei Redaktionsschluss notierten die Titel mit einem zehnpromtigen Aufschlag auf ihre Pendanten aus den globalen Schwellenmärkten. Gemessen an ihrem durchschnittlichen Bewertungsniveau der letzten zehn Jahre waren sie relativ teuer, die Gewinnerwartungen wirkten etwas überzogen. Trotzdem scheinen globale Portfoliomanager Aktien aus Lateinamerika in den letzten Jahren untergewichtet zu haben. Wenn die Notenbanken ihre Geldpolitik lockern, besteht somit ein gewisser Spielraum für weitere Kursanstiege. ■

Erkenntnisse für Anleger

- Nach einer längeren Schwächephase zeichnet sich in Lateinamerika eine moderate Wachstumsbelebung ab, während die Inflation sinkt. Die Notenbanken sollten ihre Geldpolitik vorsichtig lockern können.
- Die relativ hohen Realzinsen versprechen anhaltende Kursgewinne für lateinamerikanische Anleihen. Hartwährungspapiere dürften dabei nur mässige Erträge bringen. Die Kursgewinne von Anleihen in Lokalwährung sind potenziell höher, allerdings besteht die Gefahr einer höheren Volatilität. Die Währungen sollten sich allgemein gut behaupten können.
- Der Ausblick für lateinamerikanische Aktien ist angesichts des relativ hohen Bewertungsniveaus verhaltener als bei ihren Pendanten aus anderen Schwellenmärkten.



Rohstoffe

1977 prägte die Zeitschrift Economist den Begriff «Holländische Krankheit». Damit beschrieb sie nach der Entdeckung neuer Erdgasreserven die negativen Folgen einer übermässigen Abhängigkeit von den Rohstoffexporten auf die holländische Wirtschaft. Mittlerweile wird der Begriff allgemein verwendet, um die Risiken im Zusammenhang mit Rohstoffbooms zu bezeichnen.

Kolumbien

Die Konjunktur in Kolumbien hat sich 2016 wegen schwachem Aussenhandel und tiefen Rohstoffpreisen abgeschwächt. Trotz Ablehnung des Friedensabkommens sollte das Wirtschaftswachstum 2017 leicht anziehen. Die Teuerungsrate dürfte auf rund 4% sinken und damit in die offizielle Zielspanne zurückkehren.

Mexiko

In Mexiko hat sich die Wirtschaftsaktivität 2016 verlangsamt. Gründe dafür waren eine restriktivere Geldpolitik, eine rückläufige Ölförderung und angekündigte Kürzungen der Staatsausgaben. Da die Wirtschaftsreformen ins Stocken geraten sind und es wegen der höheren Inflationserwartungen eine weitere geldpolitische Straffung braucht, rechnen wir für 2017 nur mit einem gedämpften Wachstum.

Peru

Die Wirtschaft Perus – 2016 wurde ein marktfreundlicher Präsident gewählt – sticht im Vergleich zur übrigen Region weiter mit sehr hohem Wachstum hervor, das sich vor allem einer gestiegenen Bergbauproduktion verdankt. Wir erwarten, dass diese günstige Entwicklung 2017 anhalten wird, auch wegen der Haushaltsreformen und einer Inflation, die sich gerade stabilisiert.

Chile

Die fallenden Rohstoffpreise und sinkende Investitionen haben das Land in eine ausgeprägte Konjunkturschwäche geführt. Die Inflation befindet sich wieder in der Zielspanne, ausserdem kommt der Staat mit seiner Haushaltskonsolidierung voran. Für 2017 erwarten wir ein besseres, aber immer noch schwaches Wachstum bei geringerer Inflation. Ein Reformpolitiker hat gute Chancen, im November die Präsidentschaftswahl zu gewinnen.

Argentinien

In Argentinien scheint die Regierung des neuen Präsidenten mit ihrer Konjunkturpolitik, die schlüssiger und glaubwürdiger ist, auf dem richtigen Weg zu sein. Die Anpassungen haben jedoch Wirtschaftsaktivität gekostet. Die Inflation ist noch zu hoch, obwohl dafür zu einem guten Teil die aggressive Preisliberalisierung verantwortlich ist. Eine expansivere Geld- und in gewisser Weise auch Fiskalpolitik sollten dem Wirtschaftswachstum 2017 langsam Auftrieb geben.

Venezuela

Überbordende Inflation, ein starker Konjunkturreinbruch, Knappheit an Basisgütern sowie wirtschaftliche Regulierung haben die sozialen und politischen Spannungen in Venezuela weiter verschärft. Da die Ölpreise nach wie vor weit unter ihren Höchstständen liegen und keine grösseren Reformen in Sicht sind, bleiben die Konjunkturaussichten für 2017 vorerst schwierig.

Brasilien

Brasilien, die grösste Volkswirtschaft der Region, zeigt erste Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung. Die Vertrauensindikatoren stabilisieren sich auf tiefem Niveau. Wir erwarten, dass das BIP-Wachstum 2017 langsam anzieht. Die Inflation dürfte über dem offiziellen Ziel von 5% verharren, ihr gradueller Rückgang sollte es der brasilianischen Zentralbank aber ermöglichen, die Zinsen schrittweise zu senken. Für ein positiveres Szenario muss der Kongress geplante Strukturreformen genehmigen, allen voran die Pläne zur Deckelung der Staatsausgaben und die Rentenreform.

Mitteilung von Francesco de Ferrari, Head of Private Banking Asia Pacific



Ein unausgewogenes Weltwirtschaftswachstum, substanzielle geldpolitische Unwägbarkeiten und wichtige politische Ereignisse wie das Brexit-Votum und die US-Präsidentenwahlen sorgten 2016 für ein komplexes Anlageumfeld. Daher war es sehr schwierig, die richtigen taktischen Anlageentscheidungen zu treffen. Zuversichtlich stimme ich, dass die Weltwirtschaft kontinuierlich gesundet – was dem Basisszenario der Credit Suisse für 2017 entspricht – und die kommenden Monate mit Blick auf die USA mehr politische Klarheit bringen werden. Ich bin fest davon überzeugt, dass diese Faktoren unseren Kunden und Anlegern im kommenden Jahr attraktive Gelegenheiten eröffnen werden.

Die globale Verlagerung des Wirtschaftswachstums in die Schwellenmärkte, die vorübergehend zum Stillstand gekommen ist, dürfte sich fortsetzen. Anzahl und Volumen der Vermögenswerte, die von Unternehmern und anderen Investoren in Regionen wie dem asiatisch-pazifischen Raum und Lateinamerika geschaffen werden, sollten sich weiter erhöhen.

Das ist für Banken wie die Credit Suisse eine einzigartige Gelegenheit. Die traditionellen Banking-Modelle müssen jedoch an ein sich laufend veränderndes Umfeld angepasst werden, um die sich ändernden Bedürfnisse der Kunden in den weltweit dynamischsten Regionen auch künftig befriedigen zu können.

Mit der neuen Division Credit Suisse Asia Pacific untermauern wir unsere Vision, in dieser Region zur «Trusted Bank for Entrepreneurs» zu avancieren. Der Wohlstand im Raum Asien-Pazifik steigt weiter, die dortigen Finanzmärkte gewinnen an Tiefe. Wir sehen daher auf lange Sicht substanzielle Gelegenheiten, um Ihnen, unseren Kunden, dieses Wachstum zu erschliessen.

Angesichts des für 2017 erwarteten moderaten Wirtschaftswachstums dürften weniger riskante Vermögenswerte weiter mit einem Aufschlag gehandelt werden. Der Trend zu einem ausgewogeneren Anlageansatz dürfte sich fortsetzen. Die Kunden werden bestrebt sein, ihr Portfolio zu diversifizieren und darin verschiedene Anlageklassen mit in der Vergangenheit beschränkten Korrelationen zu kombinieren. Ein solcher Multi-Asset-Ansatz fokussiert auf verschiedene Risikquellen und generiert eine attraktive Rendite. Dies bleibt für die meisten unserer Kunden in Asien ein wichtiges Kriterium. Mit den Vermögensverwaltungs- und Beratungsmandaten von Credit Suisse Portfolio Solutions bieten wir zwei Ansätze, die unsere Kunden dabei unterstützen, diese Anlageziele zu erreichen. Alternative Anlagen wie Hedgefonds und Private Equity werden als Bausteine eines diversifizierten Portfolios ebenfalls wichtiger. Asiati-

sche Privatkunden waren bisher in dieser Anlageklasse zu wenig investiert. Allerdings entscheiden sich Family Offices und andere längerfristig ausgerichtete Investoren, die Illiquidität in Kauf nehmen können, öfter für höhere Allokationen in alternative Anlagen. Die Credit Suisse ist sehr von alternativen Anlagen überzeugt, was in der substanziellen Allokation in diese Anlageklasse im Rahmen unserer empfohlenen strategischen Asset Allocation (bis zu 20% des Portfolios) zum Ausdruck kommt.

Mit Blick über die eigentlichen Anlagen hinaus haben sich die Informationsbedürfnisse unserer Kunden infolge technologischer Innovationen verändert. 2015 lancierten wir eine mittlerweile preisgekrönte Digital-Private-Banking-Plattform. Diese eröffnet unseren asiatischen Kunden einfachen Echtzeitzugang zum Know-how und Fachwissen der Credit Suisse. Es stimmt mich zuversichtlich, dass die Kunden diese Plattform so rege nutzen, während wir laufend neue Funktionalitäten und Elemente aufschalten.

Wir werden unsere Kunden auch 2017 dabei unterstützen, im gegebenen Risikoumfeld zu navigieren, und Anlagegelegenheiten erschliessen, die für unsere Privatanleger einen Unterschied machen. Und wir werden weiterhin neue langfristige Geschäftsgelegenheiten für unsere Unternehmenskunden identifizieren. ■



John Woods, Chief Investment Officer Asia Pacific

Konsum und Investitionen bringen Asien vorwärts

Die beneidenswerte Stabilität, die in den letzten fünf Jahren kennzeichnend für das Wachstum in Asien war, sollte sich 2017 fortsetzen. So dürfte die Region um knapp unter 6% wachsen, ähnlich wie 2016. Von den zehn grossen Volkswirtschaften in unserem Research-Universum werden sieben voraussichtlich höhere Wachstumsraten verzeichnen. Nur in drei Ländern wird sich das Wachstum wahrscheinlich verlangsamten.

Das absolute Wachstum im asiatisch-pazifischen Raum ist weiter auf einem soliden Niveau. Die asiatischen Wachstumsraten sind sogar bemerkenswert stabil: Die Abweichung betrug in den letzten fünf Jahren weniger als 1% und zeigt die Flexibilität, mit der die politisch Verantwortlichen die Konjunktur durch fiskalische oder geldpolitische Impulse steuern. Solche Stimuli sind zyklisch ausgelegt und können daher auch immer nur eine gewisse Zeit lang wirken. Dass sich etwas am langsamen, aber stetigen Wachstumsrückgang ändert, können Anleger erst erwarten, wenn sich China als die lokale wirtschaftliche Supermacht stabilisiert. Die Regierungen in der Region haben ihren Fokus darauf gelegt, alternative Wachstumsquellen zu fördern.

Die wirtschaftliche Neuausrichtung – weniger Industrieexporte, mehr dienstleistungsgestützte Konsumgesellschaft – ist für Asien das kritische Wachstumsrisiko schlechthin. Zum Glück scheinen die Verantwortlichen den Umbau Asiens konsequent zu verfolgen. Der Konsum- und der Infrastrukturbereich verändern sich so vehement und schnell, dass diese beiden Sektoren die Anlegerstrategien wohl auf Jahre oder Jahrzehnte dominieren werden. 2016 etwa steuerten der Konsum und Investitionen in Asien (ohne Japan) bereits 3,4% respektive 2,0% zum Wachstum von 5,9% der Region bei, während der Beitrag der Nettoexporte nur 0,1% ausmachte.

Auch eine zu grosse Abhängigkeit vom Konsum kann gefährlich werden, vor allem wenn dieser mit Schulden finanziert wird. So hat das Institute of International Finance beobachtet, dass von 2008 bis 2015 anziehende Immobilienpreise, Autokäufe und Waren, die unter anderem per Finanzierung und Kreditkarte erworben wurden, den Anteil der Konsumkredite

am Bruttoinlandsprodukt (BIP) von circa 38% auf 55% steigen liessen. Verglichen mit den Industrieländern wirken solche Zahlen nicht besonders hoch; dahinter verbergen sich auch deutliche Unterschiede in der Region. In Indien und Indonesien etwa betrug 2015 die Schuldenquote der privaten Haushalte nur 10% bzw. 15% des BIP. Ganz anders in Korea und Taiwan, die 2015 mit 88% respektive 83% eindeutig hohe Quoten aufwiesen und deren Wachstum deswegen künftig gefährdet ist, sollten die Zinsen steigen und/oder die privaten Haushalte freiwillig oder gezwungenermassen ihre Schulden abbauen. Insbesondere Malaysia (71%) und Thailand (70%) sind eine echte Gefahr, da sich in ihrem Fall der private Schuldenstand zwischen 2008 und 2015 verdoppelt hat.

Unser Basisszenario für 2017 sieht keinen erzwungenen Abbau von Privatschulden vor – auch nicht von Unternehmens- und/oder Staatsschulden. Vielmehr halten wir es für recht wahrscheinlich, dass der Kreditboom in Asien seinen Höhepunkt überschritten hat und weniger weitere Schulden gemacht werden. Wir rechnen mit anhaltend robusten Kapitalzuflüssen infolge reichlicher USD-Liquidität sowie des Realzinsgefälles, das zwischen Asien und den USA weiterhin besteht. Die Erwartungen für Währungsabwertungen halten sich ebenfalls in moderaten Grenzen.

Asiens Infrastrukturausgaben

Die zweite Säule der asiatischen Wachstumsinitiative, Investitionen in Infrastruktur, wird als Ergänzung zu den Konsumausgaben sowie als effektives Mittel zur Stimulierung des Wachstums, zur Schaffung von Arbeitsplätzen und zur Steigerung der Produktivität angesehen. Infrastrukturausgaben dürften 2017 rund 1,5% zum regionalen Wachstum beisteuern (gegenüber 0,5% im Jahr 2016), was grösstenteils auf China und seine USD 160 Mia. schwere Megainitiative «One Belt, One Road» (OBOR) zurückzuführen ist. Solche Investitionen dürften über viele Jahre anhalten. So geht etwa die Asiatische Entwicklungsbank in ihrem Entwicklungsbericht für das 3. Quartal 2016 davon aus, dass asiatische Länder bis zum Jahr 2020 USD 8 Bio. in Infrastrukturprojekte investieren werden.

Investitionen werden nötig, weil vorhandene Infrastrukturen repariert und erweitert werden müssen und weil immer mehr Menschen in die Städte abwandern. Der Druck, der dadurch auf die nicht selten altersschwache Bestands- >



Unternehmerinnen

Dem «Global Entrepreneurship Monitor 2014 Women's Report» zufolge starten bzw. führen aktuell weltweit 200 Mio. Frauen ein Unternehmen.



SZR

Ein SZR (Sonderziehungsrecht; Englisch: Special Drawing Right, SDR) ist eine Währungseinheit des IWF. Regierungen können beim IWF Geld in Form dieser SZR leihen, um ihre Rechnungen zu begleichen. Der Wert des SZR basiert auf einem Korb aus fünf Hauptwährungen.

infrastruktur ausgeübt wird, kann massive Ausgaben für Verkehr, Sozialleistungen und öffentliche Einrichtungen erfordern. Da die Anleger weltweit wegen rekordtiefer Zinsen auf der Suche nach neuen Renditequellen sind und öffentlich-private Partnerschaften sich schnell zu einer akzeptierteren Form der Geschäftsbeziehung entwickeln, dürfte das für Infrastrukturinvestitionen bedeuten, dass immer mehr solcher Projekte erfolgreich finanziert und umgesetzt werden. Infrastrukturinvestitionen sind aber nicht risikolos und können teuer sein, wie Chinas legendärer «Bauhunger» zeigt. Subventioniertes Geld (von staatseigenen Banken) kann zu falschen Investitionsallokationen führen, die wiederum Kapazitätsüberhänge, eine kolossale Verschwendung und ein mit ausfallgefährdeten Krediten belastetes Bankensystem nach sich ziehen. In ganz Asien ist die Nachfrage nach Infrastrukturinvestitionen aber so gross, dass sie für das Wachstum immer wichtiger werden. Die strategische Bedeutung dieser Investitionen zeigt sich daran, dass in Peking 2016 die Asiatische Infrastruktur-Investitionsbank feierlich eröffnet wurde.

Unsere vorsichtig konstruktive Haltung gegenüber Asien widerspiegelt unsere positivere Einschätzung für China. Nach etwa sechs Jahren mit immer weniger Wachstum zeigt die chinesische Wirtschaft jetzt Anzeichen einer Stabilisierung, weshalb wir unsere Prognosen zum BIP-Wachstum etwas nach oben revidiert haben. Wir gehen davon aus, dass Chinas «neue» Dienstleistungswirtschaft die Belastungen durch das «alte» industriebasierte Modell weiter kompensieren wird.

So könnte etwa der chinesische Aussenhandelssektor weiterhin unter Druck bleiben, während die Stärke der Binnenwirtschaft positiv überraschen dürfte. Die etwas höheren Rohstoffpreise sollten gut für die Industriegewinne sein und den Arbeitsmarkt sowie die Konsumausgaben stützen. Auch der Immobilienmarkt dürfte im Aufwind bleiben und dabei für sinkende Bestände und steigende Anlageinvestitionen sorgen. Vor einem so positiven Hintergrund ist beim CNY kaum mit einer starken Volatilität zu rechnen, obgleich wir bis Ende 2017 weiter mit einer leichten, kontrollierten Abwertung auf 7,00 gegenüber dem USD rechnen.

Das günstige Zusammenspiel von anziehendem Wirtschaftswachstum, angemessenen Bewertungen und steigender Profitabilität signalisiert uns, dass sich Aktien aus den asiatischen Schwellenländern 2017 gut entwickeln und dabei

Abb. 1 **Anzeichen einer Wachstumsstabilisierung**

BIP (in % ggü. Vorjahr) und Einkaufsmanagerindex Chinas (PMI)

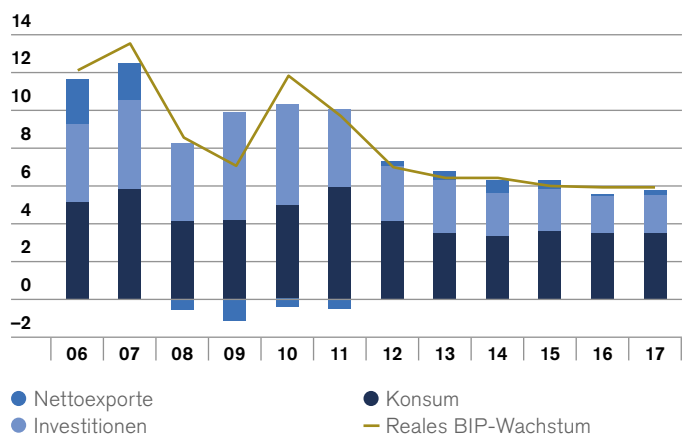
Quelle: Bloomberg, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 31.10.2016



Abb. 2 **Neuorientierung hin zu Dienstleistungen und Konsum**

Beitrag des realen BIP Asien (in % ggü. Vorjahr)

Quelle: Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 2017 (Prognose)





«One Belt, One Road»

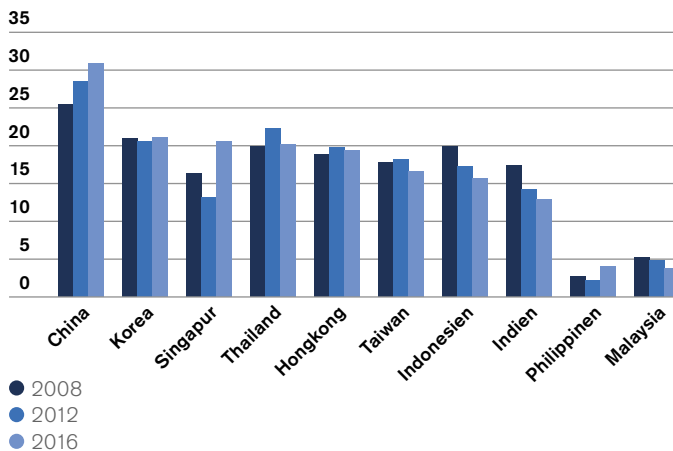
Der Begriff «One Belt, One Road» bezeichnet eine Initiative Chinas zur Erhöhung des Handels in Zentralasien. Die Idee besteht darin, die Region mithilfe von Transportwegen und Energieeinrichtungen mit dem Rest der Welt zu vernetzen.

Abb. 3 **Infrastruktur als bedeutender Wachstumstreiber**

Infrastrukturausgaben nach Land (in % des GDP)*

Quelle: IWF, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 30.09.2016

*Hinweis: Zahlen für 2016 sind IWF- und Regierungsschätzungen



womöglich ihre globalen Pendanten übertreffen werden.

Da die globale Liquidität seit Langem für asiatische Aktien der kursbestimmende Randfaktor ist, könnte die Performance bei steigenden Kapitalzuflüssen noch stärker ausfallen.

Die Konsenserwartung eines Gewinnwachstums pro Aktie von 12,3% für den MSCI Asia ex Japan Index (gegenüber -5% im Jahr 2016) unterstreicht den Optimismus der Analysten, wobei die zyklischen Sektoren eine Outperformance verzeichnen dürften. Wir erwarten, dass China und Hongkong die regionalen Aktien 2017 anführen werden, da wieder höhere Unternehmensgewinne, attraktive Bewertungen und reichlich Liquidität den grenzüberschreitenden Waren- und Kapitalaustausch zwischen den beiden Märkten beschleunigen. Indiens robustes Konjunkturbild bleibt intakt, ausserdem sollte der Markt dank schnellerem Gewinnwachstum weiter aufwärts tendieren. Aktien aus Südkorea und Taiwan dürften besser abschneiden als ihre südostasiatischen Pendanten, die mit schwachen Gewinnen oder teuren Bewertungen kämpfen.

Im Fixed-Income-Bereich rechnen wir trotz voraussichtlich höherer US-Zinsen und leicht überzogener Bewertungen damit, dass erstklassige asiatische Unternehmensanleihen in USD 2017 eine Gesamrendite von rund 4% erzielen werden.

Auf der Basis des JACI Investment Grade Index als Portfolio-Referenzwert spiegeln unsere Erwartungen für die Gesamrendite einen Umlaufzins von 3,8% und eine erwartete Spread-Verengung von 45 Basispunkten (Bp) wider. Dem steht der Anstieg der fünfjährigen US-Treasury-Renditen von rund 30 Bp gegenüber.

Angesichts rekordtiefer Renditen leiten wir unsere Ertragserwartungen weniger von Bewertungen als vielmehr technischen Faktoren und der Tatsache ab, dass ausländisches Kapital nach höheren risikobereinigten Renditen strebt. Es gibt allerdings Risiken für unsere Einschätzung, speziell in Bezug auf die Spread-Auswirkungen, sollten Schulden und Ausfallraten steigen und so die Bonität von Staaten und Unternehmen untergraben. Unser Basisszenario für Asiens Wachstums- und Bonitätsaussichten legt nahe, dass das nicht der Fall sein wird. Trotzdem werden wir die Entwicklungen weiter genau beobachten, um sicherzustellen, dass unsere Exposure-Empfehlungen klug und angemessen bleiben. ■

Erkenntnisse für Anleger

- Asien steht 2017 ein stabiles Wachstum bevor, das vom strukturellen Umbau weg von Industrieexporten und hin zu einem dienstleistungsgestützten Konsummodell getragen wird.
- Unsere positivere Haltung gegenüber Asien rührt von unserer besseren Einschätzung der chinesischen Wirtschaft her, wo die Binnenkonjunktur positiv überraschen dürfte.
- Das günstige Zusammenspiel von anziehendem Wirtschaftswachstum, angemessenen Bewertungen und steigender Profitabilität signalisiert, dass Aktien aus den asiatischen Schwellenländern 2017 eine gute Entwicklung zeigen dürften und dabei ihre globalen Pendanten übertreffen könnten.



Joe Prendergast, Head of Financial Markets Analysis

Unter neuer Leitung

Auch wenn der künftige politische Kurs vorerst ungewiss ist, werden das stabile US-Wachstum und die behutsame Zinsstraffung des Fed 2017 wahrscheinlich die US-Renditen stützen. Dies wird die Erträge aus Aktien und Anleihen begrenzen, aber einer Aufwertung des US-Dollars den Weg ebnen.

Die US-Finanzmärkte hat es in der Regel kaum interessiert, ob der Präsident zur demokratischen oder republikanischen Partei gehörte; die Aussicht auf Donald Trump im Weissen Haus lässt sich allerdings nicht ignorieren. Einerseits nimmt die politische Ungewissheit zu – Risiken bestehen vor allem in Bezug auf den Handel und die Auslandsbeziehungen generell. Andererseits ist das Wachstumsumfeld Ende 2016 stabil und die Chancen stehen gut, dass der Kongress im kommenden Jahr empfänglicher für Trumps Wahlprogramm sein wird, das eine fiskalische Expansion, Steuersenkungen und möglicherweise eine vergünstigte Körperschaftsteuer auf die Rückführung ausländischer Einkünfte vorsieht. Während wir am US-Aktienmarkt insgesamt nur moderate Erträge erwarten, werden Aktien wahrscheinlich besser abschneiden als US-Treasuries, da das Fed die Zinsen behutsam anhebt und die Renditen allmählich weiter steigen.

Renditen von US-Anleihen dürften steigen

Da die US-Wirtschaft um rund 2% wachsen und das Fed seinen Straffungskurs fortsetzen dürfte, denken wir, dass die Renditen von Treasury-Anleihen steigen und dabei für eine steiler werdende US-Renditekurve sorgen. Das Fed geht deshalb so bedacht vor, weil es sicherstellen möchte, dass sich das Deflationsrisiko zu einem Inflationsrisiko gewandelt hat, was von steigenden Löhnen und dem höheren Ölpreis gestützt werden sollte. Das dürfte die Erholung der Inflationserwartungen sowie die Überzeugung untermauern, dass sich die Zinsen mittelfristig normalisieren können. Für 2017 erwarten wir, dass die zehnjährige US-Rendite sich über der Marke von 2,0% einpendeln wird.

Gewinne enttäuschen und begrenzen US-Aktienpotenzial

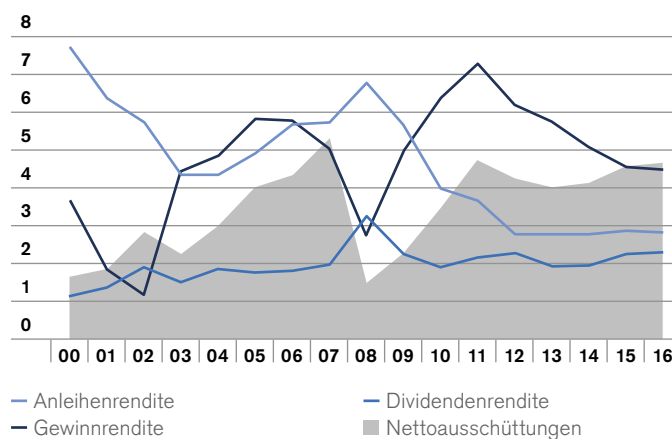
Angesichts der mässigen Aussichten für das US-Wirtschaftswachstum wird die Erwartung der Aktienanalysten, dass die

Unternehmensgewinne im S&P 500 2017 um 13% steigen, wohl enttäuscht werden. Zwar ist es möglich, dass anziehende Gewinne im Energiesektor zu einer allgemeinen Erholung führen; ein Gewinnwachstum über 9% (ohne Energie) scheint jedoch zu optimistisch. Die Unterstützung, welche die US-Unternehmen durch sinkende Finanzierungskosten und Steueroptimierungen erfuhren, hat praktisch wie politisch ihren Höhepunkt erreicht. Zudem steigen die Arbeitskosten, während der Handel und das Wachstum Risiken ausgesetzt bleiben. Selbst mit gewissen Fiskalstimuli durch Infrastrukturausgaben und einer möglichen Unternehmenssteuerreform rechnen wir ohne den Energiesektor nur mit einem Wachstum der US-Unternehmensgewinne von 4% bis 7%. Gemessen an den Bewertungen zum Jahresende 2016 (Kurs-Gewinn-Verhältnis von über 17) bedeutet dies, dass das Potenzial für den S&P 500 eingeschränkt ist. Die Rückkaufaktivitäten werden vermutlich nachlassen, da die Anleihenrenditen jetzt steigen, was wiederum wegen rückläufiger Ausschüttungsrenditen Druck auf die Aktienbewertungen ausüben dürfte. Die Gewinn- und Dividendenrenditen gleichen sich nach unten an, da die Gewinne kaum mehr Schritt halten können (Abb. 1). Ohne stärkeres Gewinnwachstum

Abb. 1 US-Gewinnrendite nähert sich Nettoausschüttungen an

Anleihenrendite: US-Unternehmensanleihen mit A-Rating; Nettoausschüttungen = Dividenden + Aktienrückkäufe – Aktienemission (% pro Jahr)

Quelle: Bloomberg, Credit Suisse. Stand der Daten: Q2 2016 (annualisiert)





Migration

Land mit der grössten Migrationsbevölkerung 2015: USA (14,5% der Gesamtbevölkerung)
Land mit dem grössten Migrantenanteil 2015: Vereinigte Arabische Emirate (88,4% der Gesamtbevölkerung).



Esel gegen Elefant

Die Symbole der politischen Parteien in den USA – der demokratische Esel und der republikanische Elefant – wurden Mitte des 19. Jahrhunderts durch den Cartoonisten Thomas Nast («Harper's Magazine») erschaffen.

sehen wir 2017 nur begrenzte Kursgewinne bei US-Aktien, sodass die Gesamtrendite bei 3% bis 5% liegen dürfte. Defensive Aktiensektoren wie Telekommunikation und Versorgungsbetriebe dürften in den USA infolge höherer Anleihenrenditen unter Druck geraten. Im Gesundheits- und IT-Sektor halten wir es aufgrund des hohen erwarteten Umsatzwachstums hingegen für recht unwahrscheinlich, dass die Gewinne und Ausschüttungen leiden werden. Das US-Finanzwesen hat sich 2016 unterdurchschnittlich entwickelt, profitiert nun aber von einem Umfeld mit graduell höheren Zinsen. Diese potenzielle Outperformance bietet interessante Absicherungsmöglichkeiten gegen steigende Treasury-Renditen.

Unternehmensanleihenmärkte besorgt über Verschuldung

Für US-Unternehmensanleihen dürfte 2017 schwieriger werden, mit Ausnahme von rohstoffnahen Emittenten, die für grössere Marktstabilität und höhere Erträge sorgen. Der Energiesektor hat 2015/16 nach dem Ölpreisverfall seine Schulden massiv zurückgefahren und könnte sich erholen, da sich die Ölpreise auf höherem Niveau behaupten und Trumps Programm eine höhere Produktion fossiler Brennstoffe begünstigt. Dies sollte zu tieferen Ausfallraten und besseren Erlösquoten führen. Viele andere Sektoren erhöhen hingegen ihre Verschuldung. Nach dem markanten Renditerückgang 2016 ist also keine weitere Spread-Verengung bei US-Hochzinsanleihen wahrscheinlich, es sei denn, die Konjunktur entwickelt sich besser als erwartet. High-Yield-Papiere sollten sich 2017 dennoch besser entwickeln als erstklassige US-Nicht-Finanzanleihen, weil sie einen höheren Carry und eine tiefere Duration aufweisen. Anleihen aus dem US-Finanzsektor dürften ebenfalls ihre Nicht-Finanz-Pendants übertreffen.

International deutet die signifikante Spread-Ausweitung von US- gegenüber ausländischen Bonds darauf hin, dass 2017 wieder vermehrt ausländisches Kapital in die US-Märkte für Investment-Grade-Kernanleihen fließen und dabei den Renditeanstieg begrenzen dürfte. Auch bei Anlagen mit längerer Laufzeit wird der US-Unternehmenssektor gegenüber den anderen grossen Märkten bevorzugt.

Der US-Dollar steht kurz vor der Wende

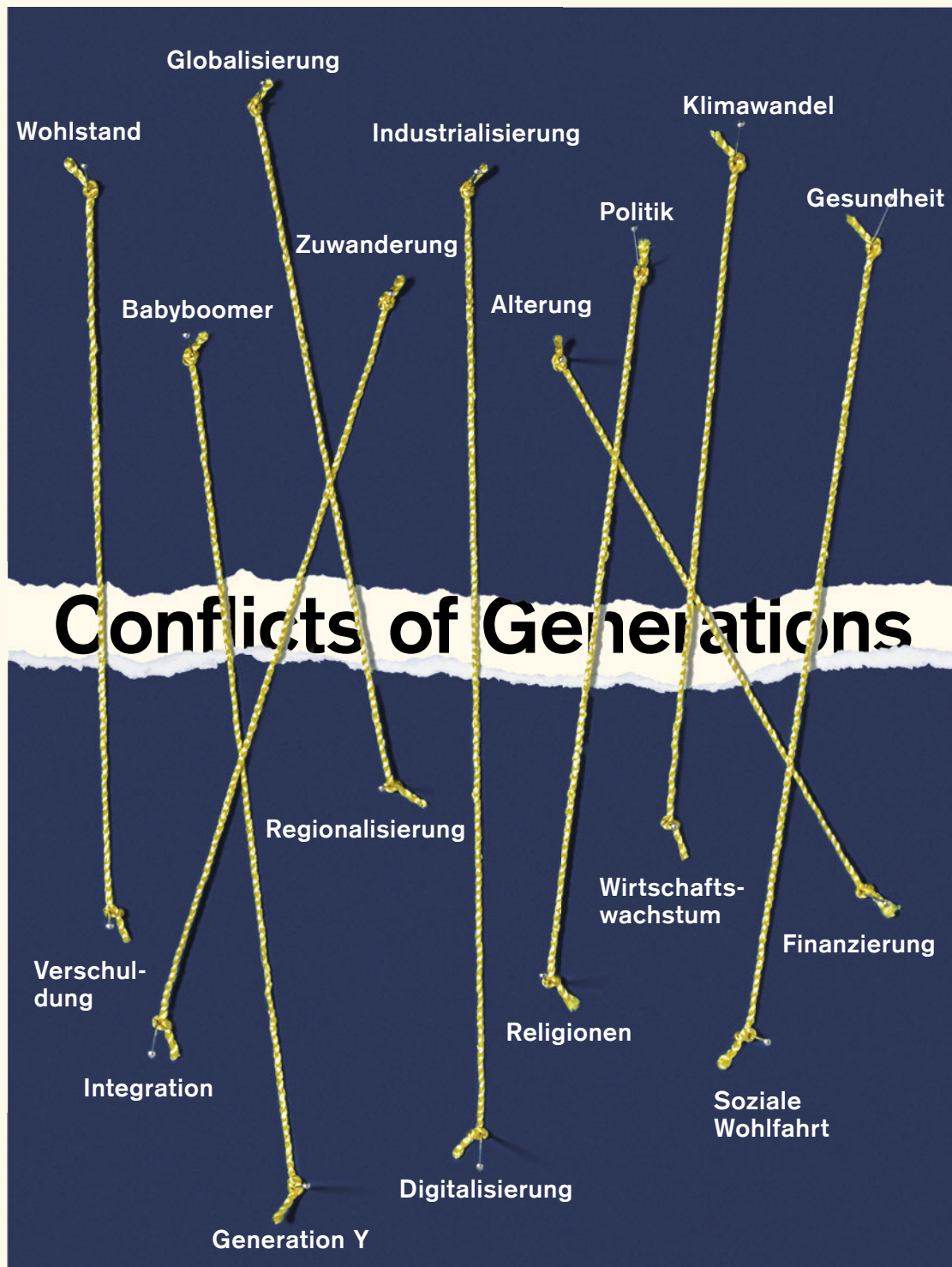
Dass das Fed seinen Straffungskurs langsam wieder aufnimmt und sich die Spreads von US-Anleihen gegenüber dem Ausland

ausweiten, dürfte den USD letztlich stärken. Nach dem seit Dezember 2015 bestehenden Schwächetrend gegenüber dem EUR, dem CHF und dem JPY sollte der USD 2017 seinen Tiefpunkt erreichen, um dann zu den anderen Hauptwährungen fester zu tendieren. Einer der Gründe für die Dollarschwäche 2016 war das langsamere Tempo der für 2017 erwarteten Fed-Zinsstraffung. Gleichzeitig war sie aber auch eine natürliche Reaktion auf die Anfänge des Straffungszyklus. Während sich der USD 2016 abschwächte, haben die geldpolitischen Massnahmen der anderen Notenbanken für eine Spread-Ausweitung zugunsten der USA gesorgt, ähnlich wie in einem «normalen» Zinszyklus. Der USD dürfte 2017 deutlicher an Wert zulegen können. Nicht-US-Anleger sollten deshalb Anfang 2017 weitere Schwächephasen des USD nutzen, um die Währung günstig zuzukaufen, und sich so positionieren, dass sie an den Rendite- und potenziellen Währungsgewinnen partizipieren können. ■

Erkenntnisse für Anleger

- Gewinnwachstum ist erforderlich, um höhere Aktienbewertungen aufrechterhalten zu können. Bei weniger Aktienrückkäufen, steigenden Renditen und zu hohen Gewinnerwartungen rechnen wir für 2017 mit Gesamtrenditen des S&P 500 von nur etwa 3% bis 5%.
- Die Bonitätskennzahlen von US-Unternehmen verschlechtern sich. Ein erholter Energiesektor sollte jedoch im kommenden Jahr für geringere Ausfälle und höhere Erlösquoten sorgen. In einem Umfeld steigender Renditen sollte dies dem US-Hochzinssegment zugutekommen.
- Nicht-US-Anleger sollten weitere Dollarschwächen nutzen, um die Währung günstig zuzukaufen, und sich so positionieren, dass sie 2017 an den Rendite- und potenziellen Währungsgewinnen partizipieren können.







Generationenkonflikte

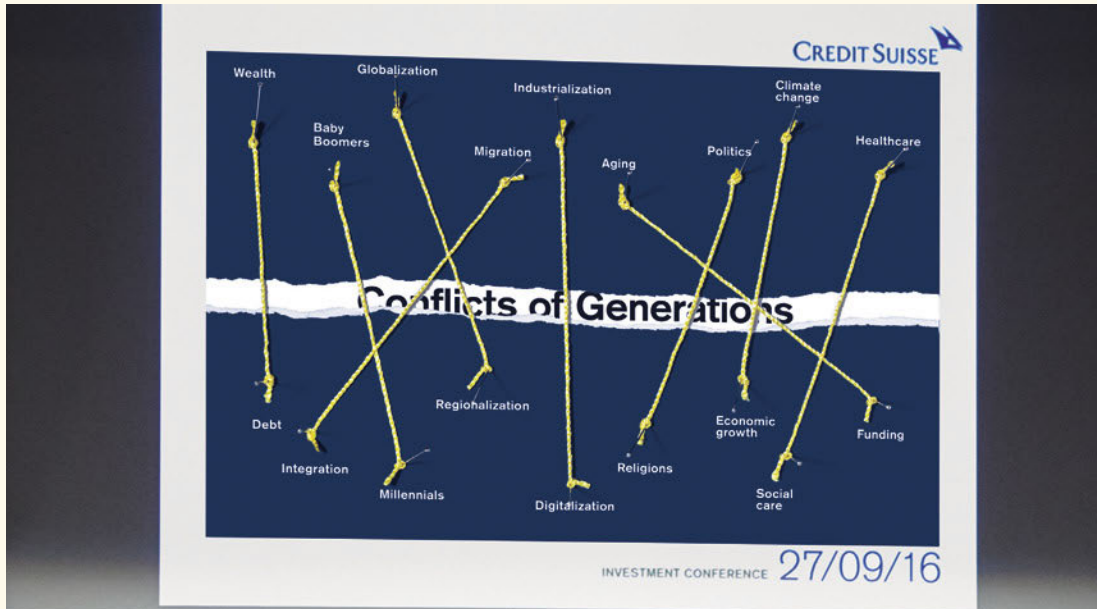
Eine zunehmend polarisierte Welt

Während rund 50 Jahren nach dem Zweiten Weltkrieg genossen die meisten Industrienationen zunehmenden Wohlstand und Frieden – in wirtschaftlicher, gesellschaftlicher, religiöser und politischer Hinsicht. In jüngster Zeit haben die Spannungen aber stark zugenommen und zum Teil ein beunruhigendes Eskalationspotenzial erreicht. An einer internen Investmentkonferenz diskutierten Experten der Credit Suisse darüber, wie der Finanzsektor zu Lösungen beitragen kann.

Viele Jahre lang waren die Globalisierung und der internationale Handel Garanten für das Wachstum der Billiglohnländer und die Kaufkraft der Hochlohnländer: eine Win-win-Situation. Die Technologie verhies erleichterte Arbeitsbedingungen und mehr Produktivität, was den Beschäftigten ebenso zugutekam wie den Unternehmen. Zuwanderung wurde als willkommener Wachstumsimpuls und gegenseitige Bereicherung empfunden. Zu Konflikten kam es wenn überhaupt nur in entfernten, weniger gut entwickelten Ländern, was sich dann auch in den Risikoprämien der dortigen Anlagen widerspiegelte. Zuletzt hat sich der Zeitgeist aber deutlich gewandelt. Da die Arbeitslosigkeit unter jungen und gering qualifizierten Erwerbstätigen in den Industrieländern seit der Finanz- und der europäischen Schuldenkrise fast unvermindert hoch ist, werden Globalisierung, Welt- handel und Technologie immer mehr als Bedrohung für Arbeits-

plätze betrachtet. Die gleichzeitige Anhäufung eines enormen Wohlstands und einer gewaltigen Staatsverschuldung in Verbindung mit den wachsenden Einkommensunterschieden in den USA und in Europa hat in weiten Teilen der Gesellschaft zu Frustration und Unzufriedenheit geführt und den Wunsch nach einer fiskalischen Umverteilung geweckt. Die Massenzuwanderung aus Kriegsgebieten sowie überforderte politische Einrichtungen, die darauf keine angemessene Antwort hatten, haben das sozio-ökonomisch aufgeladene Klima noch verschärft. Verärgerte Bürger mobilisieren sich in politischen Bewegungen, die unter Umständen einen radikalen Kurswechsel herbeiführen könnten. Populistische Kräfte, die sonst eher in den Schwellenländern anzutreffen waren, wo Ungleichheit und Klassenkonflikte traditionell grössere Ausmasse annehmen, sind jetzt auch in den Industrieländern auf dem Vormarsch. Gleichwohl bringen

solche Bewegungen oft die legitimen und wachsenden Bedenken der Bürger weltweit zum Ausdruck, was soziale Gerechtigkeit, Sicherheit oder Gesundheit und Umwelt anbelangt. Was steht wirklich auf dem Spiel? Welche Auswirkungen auf Wirtschaft und Finanzmärkte sind zu erwarten? Was können Investoren und Banken tun, um Lösungen zu finden? Das waren einige der Fragen, die wir den Anlageexperten und Vordenkern der Credit Suisse anlässlich einer internen Investmentkonferenz gestellt haben, die am 27. September 2016 unter der Leitung von Bob Parker, Senior Advisor, Credit Suisse in Zürich stattfand. In diesem Bericht fassen wir die wichtigsten Erkenntnisse dieses Tages für unsere Investoren und Kunden zusammen. Unser Anlageausblick beruht im Wesentlichen auf diesen Analysen und erläutert, welche Schlussfolgerungen wir konkret daraus gezogen haben.



Von links nach rechts: Bob Parker, Strategic Advisor, Investment Strategy, Credit Suisse; Oliver Adler, Head of Economic Research, Credit Suisse; Neville Hill, Global Economics & Strategy, Credit Suisse; John Woods, CIO Asia Pacific, Investment Strategy, Credit Suisse; Joseph G. Carson, Global Economic Research, AllianceBernstein



► **Welche Konflikte und Gegensätze geben am meisten Anlass zur Sorge?**

Michael Strobaek, Global CIO und Head Investment Solutions & Products, Credit Suisse

Migration versus Integration

Das Spannungsfeld zwischen Migration und Integration spielt derzeit eine zentrale Rolle und schürt dabei Unzufriedenheit und Populismus. Die Zuwanderung hat in den letzten zehn Jahren deutlich zugenommen. Zwischen 2000 und 2015 wuchs die Weltbevölkerung um 17%, während die Zahl der Migranten um 30% zulegte. Viele dieser Migranten sind im erwerbsfähigen Alter, aber kaum qualifiziert, sodass die Zuwanderungsländer bei der Integration dieser Menschen vor einer wahren Herkulesaufgabe stehen. Sprachbarrieren und kulturelle Unterschiede erschweren die Eingliederung in den Arbeitsmarkt.

Alterung versus Finanzierung

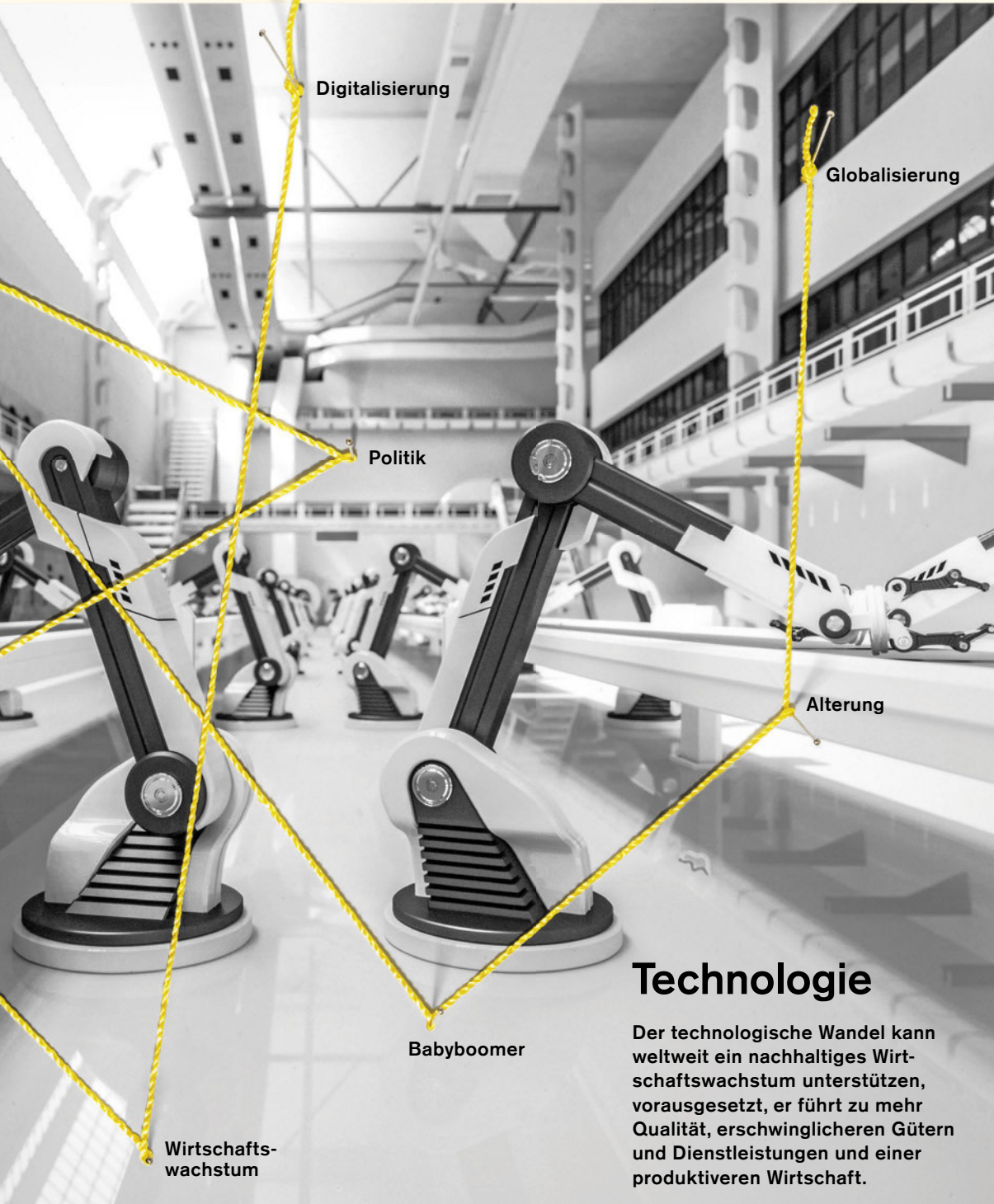
Eine der grössten wirtschaftlichen und finanziellen Errungenschaften der Nachkriegszeit war die Einführung von Rentensystemen, die zur Verhinderung der Altersarmut beigetragen haben. Mittlerweile sind wir jedoch an einem Punkt angelangt, an dem die gesetzliche Altersvorsorge finanziell einfach nicht mehr tragbar ist. Gab es 2015 noch 7 Erwerbstätige pro Renten-

empfänger, werden es 2050 voraussichtlich nur noch 3,5 sein. Eine alternde Gesellschaft an sich ist freilich nur der Beleg für die enormen Fortschritte im Gesundheitswesen und Ausdruck einer friedliebenden Welt – die Zahl der bewaffneten Konflikte ist seit dem Zweiten Weltkrieg deutlich gesunken. Da aber rund 30% der weltweiten Staatsanleihen derzeit eine negative Verzinsung aufweisen, wird es dem öffentlichen Sektor und den betrieblichen Pensionsfonds zunehmend schwerfallen, ihren Verbindlichkeiten nachzukommen. Wenn die Zinsen noch weitere fünf Jahre so niedrig bleiben wie bisher, könnten Unternehmen mit einer ungünstigen Altersstruktur in ihrer Belegschaft (zu wenige aktive Beschäftigte im Verhältnis zur Anzahl der Renteneempfänger) sogar von der Insolvenz bedroht sein; es sei denn, die Pensionsleistungen werden gekürzt oder die Beiträge der Erwerbstätigen werden erhöht. Im letzteren Fall würde sich die arbeitende Bevölkerung wahrscheinlich bald dagegen auflehnen, für vermeintlich wohlhabendere Rentner aufzukommen.

Wohlstand versus Gesundheit

Je mehr eine Volkswirtschaft wächst und gedeiht, umso schlechter fällt in der Regel ihre Umweltbilanz aus. Ein Beispiel: Das globale BIP wuchs von 2008 bis 2013 um 13%, während >





Digitalisierung

Globalisierung

Politik

Alterung

Wirtschaftswachstum

Babyboomer

Technologie

Der technologische Wandel kann weltweit ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum unterstützen, vorausgesetzt, er führt zu mehr Qualität, erschwinglicheren Gütern und Dienstleistungen und einer produktiveren Wirtschaft.



die Luftverschmutzung in den Ballungsräumen im selben Zeitraum weltweit um 8% zulegte. Besonders augenfällig ist dies in Schwellenländern wie China und Indonesien, aber die Konsequenzen sind weltweit zu spüren: Die Weltgesundheitsorganisation schätzt, dass 2013 mindestens 5,5 Mio. Menschen an den Folgen

«Das grösste Problem in der Welt ist die Verteilung/Umverteilung des Wohlstands.»

Michael Strobaek

verschmutzter Innen- und Außenluft gestorben sind. Für die Wirtschaft sind solche und andere vorzeitige Todesfälle auch ein finanzieller Verlust, der sich weltweit auf USD 5 Bio. beziffern lässt. Ein weiterer globaler Kontrast: Reiche Länder müssen sich mit Fettleibigkeit und den dadurch verursachten Zivilisationskrankheiten auseinandersetzen (unter anderem Diabetes, Arthrose und koronare Herzerkrankungen), während arme immer noch gegen die Unterernährung ankämpfen. Die traurige Wahrheit ist, dass in den wohlhabenden Ländern jedes Jahr 1,3 Mrd. Tonnen Lebensmittel entsorgt werden – genug, um 868 Mio. Menschen zu ernähren. Diese krassen Gegensätze fachen die Unzufriedenheit, die Frustration und das Konfliktpotenzial natürlich weiter an.



Michael Strobaek, Global CIO und Head Investment Solutions & Products, Credit Suisse



Magnus Lindkvist, TED Speaker, Author, Speakersnet

Mensch versus Maschine

Technologie ist aus unserem Privat- und Arbeitsleben nicht mehr wegzudenken. Man kann sich kaum vorstellen, wie wir am Arbeitsplatz ohne Computer und die dazugehörige Software zurechtzukommen sollten, und Smartphones sind längst allgegenwärtig. Im Jahr 2003 waren 500 Mio. Geräte mit dem Internet verbunden, bei einer Weltbevölkerung von 6,3 Mrd. Bis 2020 werden es 50 Mrd. internetfähige Geräte sein, die sich auf eine Gesamtbevölkerung von 7,6 Mrd. verteilen. So sehr die Technologie aber auch dazu beiträgt, unser Leben komfortabler zu machen, unser Wissen zu vermehren und unsere Kommunikation effizienter zu gestalten – man denke nur an Dienste wie WhatsApp, Instagram und Twitter –, den Rückgang unserer Arbeitsproduktivität hat sie nicht verhindert. Der einseitige Technologietransfer gibt ernsthaften Anlass zur Sorge.

«Eine der existenziellen Krisen im Finanzwesen besteht darin, dass viele Dienstleistungen, die wir als unschätzbar betrachten, effektiv nicht monetisiert werden können.»

Magnus Lindkvist

► **Inwieweit spiegeln sich diese Reibungspunkte auf der makroökonomischen Ebene wider?**

Oliver Adler, Head of Economic Research, Credit Suisse

Das weltweite Wirtschaftswachstum wird 2017 wahrscheinlich nur marginal höher ausfallen als 2016. Abgesehen von den zugrunde liegenden demografischen Trends werden die zurückhaltenden Unternehmensinvestitionen das Wachstum voraussichtlich weiter bremsen. Der rasche technologische Wandel schlägt sich auf gesamtwirtschaftlicher Ebene noch nicht in einer höheren Arbeitsproduktivität nieder. Durch den Schuldenabbau der Privathaushalte und die signifikanten Fortschritte der Banken in den Industrieländern, hat die Gefahr einer Rezession infolge einer finanziellen Schiefelage abgenommen. Angesichts der hohen Verschuldung im öffentlichen Sektor haben die Regierungen allerdings kaum noch Spielraum, um nennenswerte Anreize zu setzen. Dies wird daher weiterhin Aufgabe der Geldpolitik sein, auch wenn sich die Zentralbanken von ihren mechanistischen Modellen verabschieden und flexiblere Instrumente in Erwägung ziehen sollten.



Oliver Adler, Head of Economic Research, Credit Suisse



Nannette Hechler-Fayd'herbe, Global Head of Investment Strategy, Credit Suisse

«Der rasche technologische Wandel schlägt sich auf gesamtwirtschaftlicher Ebene noch nicht in einer höheren Arbeitsproduktivität nieder.»

Oliver Adler

John Woods, CIO Asia Pacific Investment Strategy, Credit Suisse

Der Ausblick für Asien ist solide. In vielen Ländern zeichnet sich eine günstige Bevölkerungsentwicklung ab. Indien, das am meisten vom demografischen Bonus einer jungen und immer besser ausgebildeten Bevölkerung profitiert, wird 2017 voraussichtlich das höchste Wirtschaftswachstum aufweisen. Auch in China sind die Aussichten trotz der problematischen Demografie ermutigend. Wenn die Länder im Asien-Pazifik-Raum eines gemeinsam haben, dann die Tatsache, dass es generell schwierig ist, Stellen abzubauen. Deshalb ist die Arbeitslosigkeit in diesen Ländern oft relativ gering. Das eröffnet diesen Märkten ein gewisses Potenzial und ist natürlich gut für den Konsum, der vom technologischen Fortschritt ebenfalls profitiert hat. Auf der anderen Seite hat sich die >

«Wir beobachten eine zunehmende Polarisierung, sodass im Rahmen einer Anlagestrategie gewisse Absicherungsmechanismen erforderlich sind.»

Nannette Hechler-Fayd'herbe



Schuldenlast der Verbraucher dadurch stark erhöht, vor allem in Südostasien. Dieses klassische Phänomen eines kreditbedingten Wachstums sollte man im Auge behalten. Die Konsumentenverschuldung ist von etwa 55 % des BIP vor der Finanzkrise 2008 auf derzeit 85 % gestiegen und stellt ein Risiko dar, falls die Zinsen steigen.

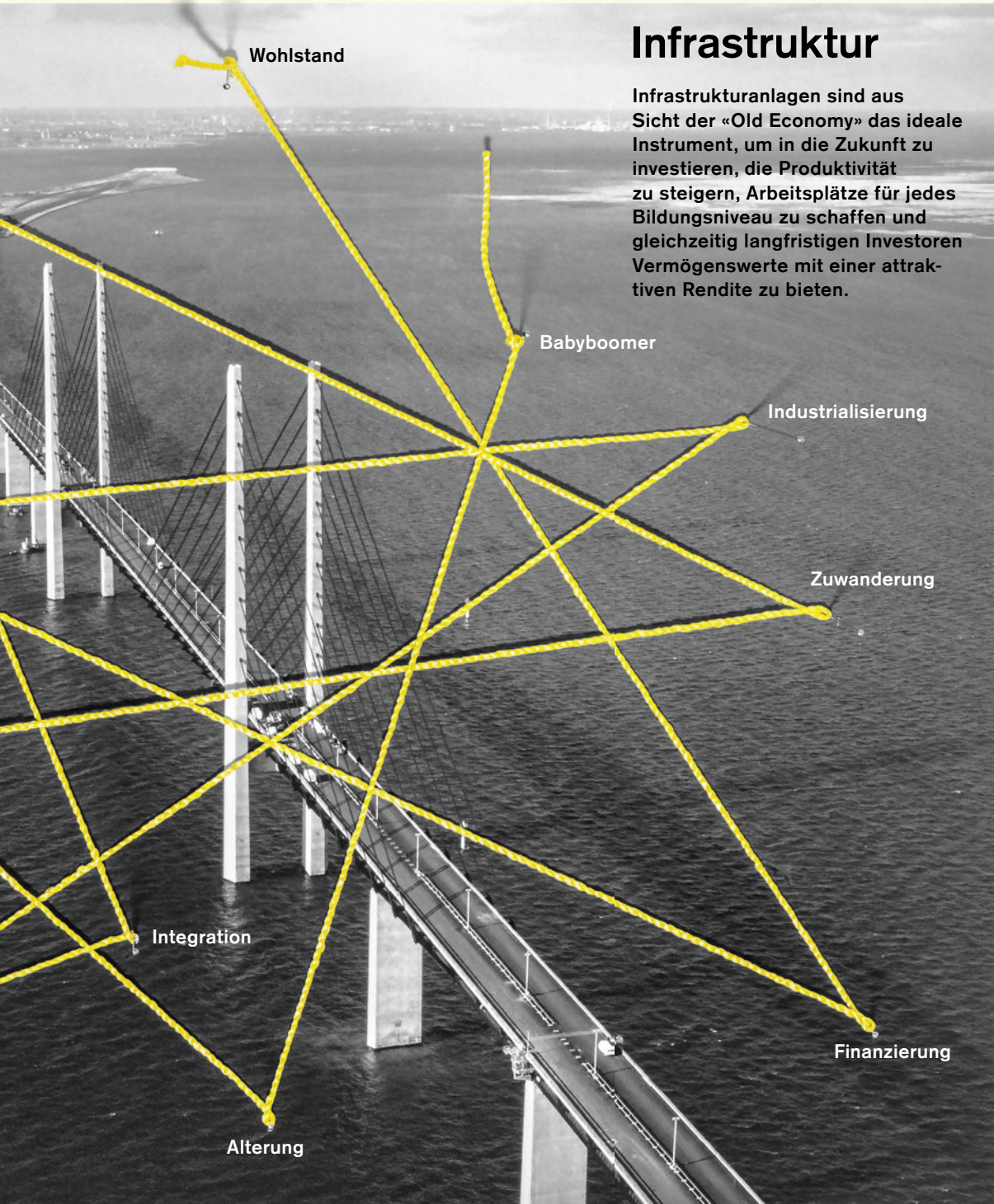
► **Könnte die politische Polarisierung das Wachstum in Europa und den USA ausbremsen?**

[Neville Hill](#), *Global Economics & Strategy*, [Credit Suisse](#) Insbesondere aus europäischer und britischer Sicht sind die 2017 anstehenden Wahlen in Frankreich, Deutschland und den Niederlanden mit potenziellen Risiken verbunden. Rechtsgerichtete Parteien und Politiker gewinnen die Aufmerksamkeit derjenigen Wähler, die sich vor allem an der Migrationskrise und den wiederholten Sparmassnahmen, der zunehmenden Ungleichheit und der hartnäckig hohen Arbeitslosigkeit stören – kurzum: an der enttäuschenden Bilanz der Europäischen Union als Wirtschaftsprojekt. In Frankreich punktet Marine Le Pen mit migrationskritischen Argumenten, während sich die deutsche Bundeskanzlerin Angela Merkel

gegen die euroskeptische, migrationsfeindliche Alternative für Deutschland (AfD) behaupten muss. Auch wenn diese Wahlen ein ähnlich überraschendes Ergebnis hervorbringen könnten wie das britische Referendum über die EU-Mitgliedschaft, wird der tatsächliche Wahlausgang aller Voraussicht nach gemässiger ausfallen als befürchtet. In Grossbritannien ist der Brexit beschlossene Sache. Theresa May hat angekündigt, das formelle Austrittsgesuch nach Artikel 50 des Lissabon-Vertrags bis Ende März 2017 zu stellen, also noch vor den französischen Wahlen. Aus europäischer Perspektive werden die Franzosen in den Brexit-Gesprächen ein wichtiger Verhandlungspartner sein; es wird jedoch allgemein erwartet, dass der jetzige Amtsinhaber, Präsident François Hollande, kein erneutes Mandat gewinnen wird. Den Franzosen könnte ein Führungswechsel guttun, es sei denn, Marine Le Pen gewinnt völlig überraschend die zweite Runde der Präsidentschaftswahlen. Dann wäre Frankreichs Stellung innerhalb der EU infrage gestellt.

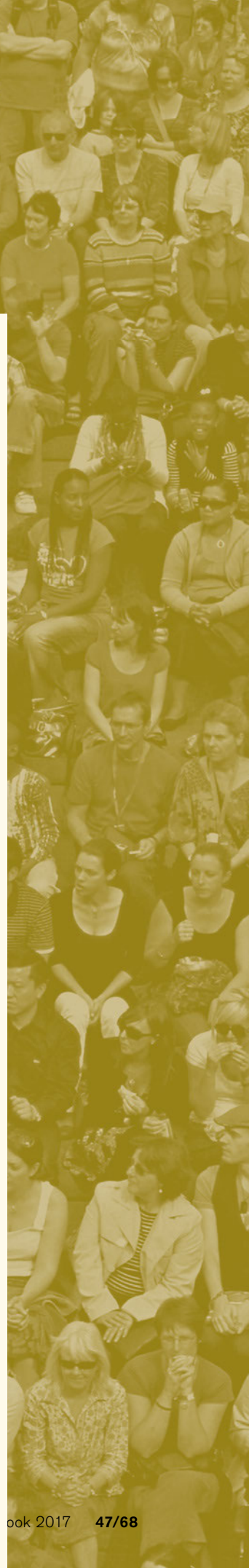
[Oliver Adler](#) Die Erfahrungen der Schweiz mit der Masseneinwanderungsinitiative, die die Arbeitnehmerfreizügigkeit zwischen der EU und der Schweiz einschränken soll, haben auch gezeigt, dass





Infrastruktur

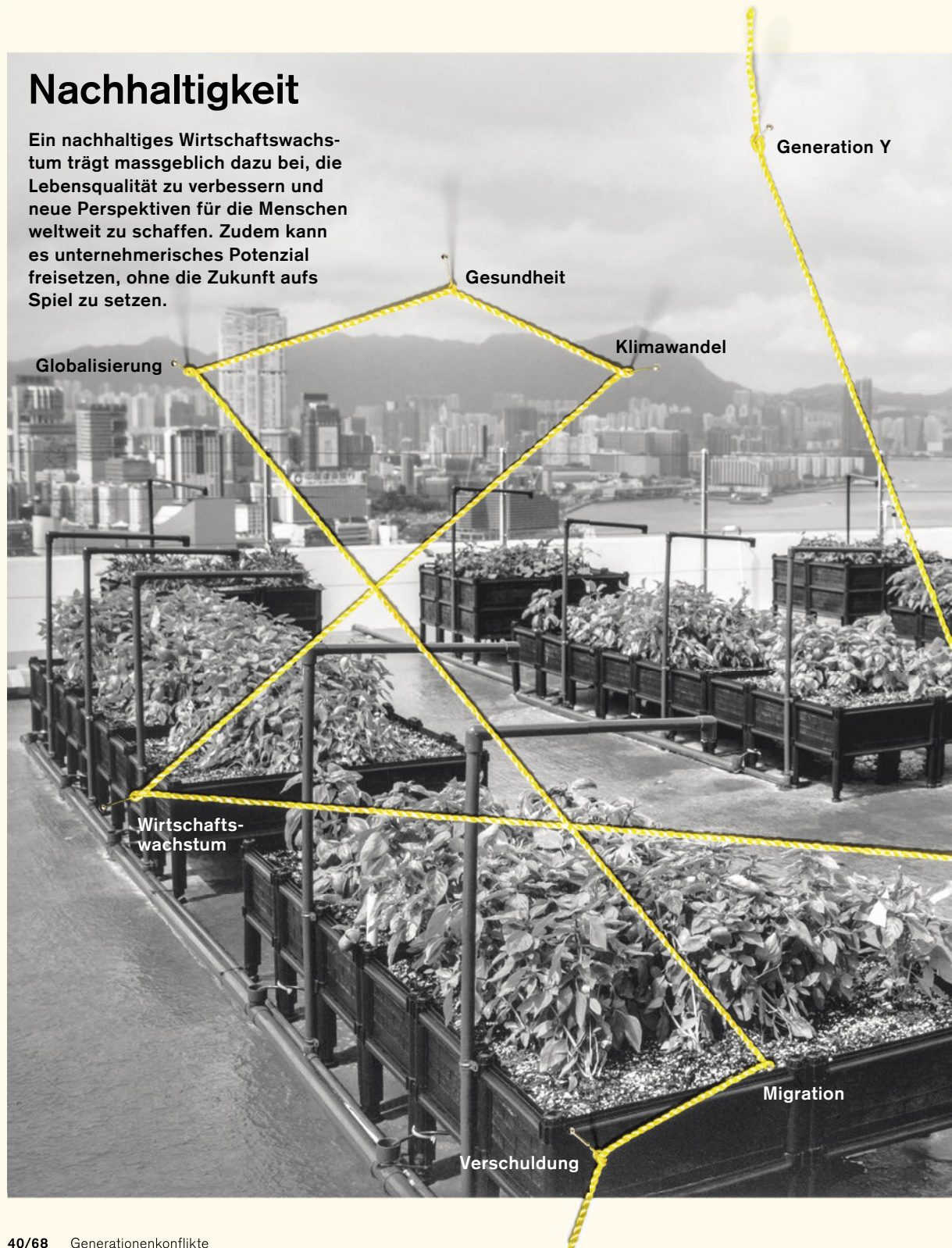
Infrastrukturanlagen sind aus Sicht der «Old Economy» das ideale Instrument, um in die Zukunft zu investieren, die Produktivität zu steigern, Arbeitsplätze für jedes Bildungsniveau zu schaffen und gleichzeitig langfristigen Investoren Vermögenswerte mit einer attraktiven Rendite zu bieten.





Nachhaltigkeit

Ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum trägt massgeblich dazu bei, die Lebensqualität zu verbessern und neue Perspektiven für die Menschen weltweit zu schaffen. Zudem kann es unternehmerisches Potenzial freisetzen, ohne die Zukunft aufs Spiel zu setzen.





«harte» Abstimmungen letztlich lange nicht so drastisch umgesetzt werden, wie viele zunächst befürchten. Wahrscheinlich wird das Schweizer Parlament eine leichte und indirekte Variante der Einwanderungskontrolle beschliessen. Inländer werden demnach bei einer hohen Arbeitslosigkeit in bestimmten Sektoren und Regionen in begrenztem Masse bevorzugt werden.

[Joseph G. Carson](#), [Global Economic Research](#), [AllianceBernstein](#) In den USA, wo die Präsidentschaftswahlen und – ähnlich wie in Europa – der Unmut der Bevölkerung sowie eine polarisierte Gesellschaft täglich die Schlagzeilen bestimmt haben, geht es der Wirtschaft eigentlich ganz gut. Der robuste Konsum, der von Lohnerhöhungen und einem soliden Arbeitsmarkt profitiert, wird sich als gute Ergänzung zu den höheren Staatsausgaben erweisen. Die Erwartungen an einen Kurswechsel unter der neuen Regierung dürften das Wachstum ankurbeln. Die von beiden Präsidentschaftskandidaten beabsichtigte Anhebung der Investitionen könnte ebenfalls zu positiven Wachstumsüberraschungen führen.

► Ist das Risiko eines radikalen politischen Kurswechsels an den Finanzmärkten eingepreist?

[Nannette Hechler-Fayd'herbe](#), [Global Head of Investment Strategy](#), [Credit Suisse](#) Gegenwärtig preisen europäische Anlagen die möglichen politischen Risiken der wachsenden Zustimmung zu EU-kritischen Politikern nicht ein, seien es Anleihen aus der europäischen Peripherie oder die exportorientierten europäischen Aktienmärkte. Unerwartete Ergebnisse bei den bevorstehenden Wahlen könnten daher zu einem sprunghaften Anstieg der Finanzmarktvolatilität führen, was ein vorübergehendes Anlagerisiko darstellen könnte. Die Korrelationen zwischen riskanten Anlagen wie z. B. Aktien, Anleihen und Rohstoffen sind derzeit höher als sonst. Insofern besteht für grosse Segmente der Finanzmärkte eine beträchtliche Ansteckungsgefahr. Daran wird deutlich, wie wichtig es ist, unkorrelierte Anlagen wie Hedgefonds im Portfolio zu haben und Phasen mit geringer Volatilität zu nutzen, um das Portfolio abzusichern (z. B. durch Put-Optionen).

[Ulrich Keller](#), [Alternative Funds Solutions](#), [Credit Suisse](#) Ich teile die Ansicht, dass sich sorgfältig ausgewählte Hedgefonds als sinnvolle Investition erweisen >



könnten, falls sich die erwähnten Risiken bewahrheiten sollten. Insgesamt haben sich Hedgefonds 2016 enttäuschend entwickelt, aber die Underperformance verdeckt die Tatsache, dass einige Strategien relativ gut abgeschnitten haben (z. B. Relative-Value- und taktische Strategien). Daher sollte man die Ursachen der (Under-)Performance differenzieren, denn was vor Kurzem noch von Nachteil war, kann in Zukunft durchaus ein wichtiger Performancetreiber sein, etwa die Zinserwartungen und die Wertentwicklung am Aktienmarkt. In der Tat können solche zyklischen Faktoren auch eine gute Anlagemöglichkeit darstellen. Generell sollten Hedgefonds weiterhin unkorrelierte Renditen bringen. Interessanterweise sind wertschaffende Fondsmanager immer häufiger in den flexibleren Investment-Boutiquen oder ausserhalb der grossen Finanzzentren zu finden, zum Beispiel in Australien oder Skandinavien. Chancen bestehen auch bei illiquiden Vermögenswerten wie Private Equity und Infrastruktur.

«In vielen Industrienationen hat der politische Diskurs zuletzt populistische Züge angenommen, während in den Schwellenländern eher reformorientierte Regierungen gewählt wurden.»
Andrew Balls



Andrew Balls, CIO Global Fixed Income, PIMCO



Andrew Garthwaite, Global Equity Strategist, Credit Suisse

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Bei grösseren politischen Überraschungen würden die Zentralbanken aktiv an ihrer lockeren Geldpolitik festhalten und zur Stabilisierung der Märkte beitragen. Angesichts der niedrigen realen Renditen käme es wahrscheinlich nur vorübergehend zu Volatilitätsauschlägen, und etwaige Kursverluste von Risikoanlagen könnten sich durchaus als Einstiegsmöglichkeit erweisen. Das Problem niedriger Renditen wird aber wohl noch für längere Zeit bestehen bleiben. Es liegt daher in der Verantwortung der Anlageberater, die Investoren an traditionelle Ertragsquellen mit vertretbaren Risiken heranzuführen; gleichzeitig ist aber auch die Branche selbst in der Pflicht, Renditen synthetisch zu generieren, zum Beispiel mithilfe strukturierter Produkte.

► Traditionell waren die Schwellenländer immer gleichbedeutend mit politischen Risiken. Welchen Stellenwert nehmen diese Märkte in dieser neuen Welt ein, die von der politischen Ungewissheit in den Industrieländern geprägt ist?

Andrew Balls, CIO Global Fixed Income, PIMCO Die Schwellenländer haben das Interesse der Anleger 2016 wiedergewonnen und werden wahrscheinlich auch

2017 gut abschneiden. Einige haben ihre ökonomischen «Sünden» der Vergangenheit hinter sich gelassen, umfassende politische Reformen eingeleitet und ein wirtschaftsfreundlicheres Klima geschaffen. Während der

«Schwellenmarktaktien könnten sich in einer fünfjährigen Out-performance-Phase befinden.»

Andrew Garthwaite

politische Diskurs in vielen Industrienationen zudem populistische Züge angenommen und die extreme Rechte an Bedeutung gewonnen hat, haben sich in Schwellenländern wie Argentinien und Peru dagegen stärker reformorientierte Kräfte durchgesetzt. Für das Anlageumfeld ist das ein Pluspunkt. Hinzu kommt, dass die Schwellenländer (ausser China) von ihrer fundamental positiven demografischen Entwicklung profitieren, d. h. einer jungen, besser ausgebildeten Bevölkerung, die die Grundlage für die Fortsetzung der langfristigen Konsumtrends bildet. Interessante Anlagekonzepte bieten Lokal- und Hartwährungsanleihen der Schwellenländer, was umso bedeutsamer ist, da die Renditen der globalen Kernländer nach wie vor zu niedrig sind.



Loris Centola, Global Head of Research, Credit Suisse



Richard Kersley, Global Thematic Research, Credit Suisse

«Thematische Anlagestrategien erkennen Trends, bevor sie passieren – das optimale Anlageumfeld.»

Loris Centola

Richard Kersley, Global Thematic Research, Credit Suisse

Die rasch wachsende Mittelschicht der Schwellenländer und die damit verbundene Veränderung im Konsumverhalten gehören nach wie vor zu den wichtigsten globalen Aktienthemen. Wenn es um spezifische Anlagemöglichkeiten geht, konzentrieren wir uns auf das Ausgabenmuster junger Leute, deren Kaufkraft derzeit am grössten ist, vor allem in China. «Lifestyle» ist ein zentraler Faktor für das Ausgabeverhalten der Generation Y – vor allem in den Bereichen Reisen, Gesundheit und Sport. Ebenso bedeutsam ist das Verständnis dafür, wie junge Konsumenten heute interagieren und wofür sie ihr Geld ausgeben. E-Commerce und Konnektivität bieten nach wie vor attraktive Anlagemöglichkeiten. >

«Lifestyle» ist ein zentraler Faktor für das Ausgabeverhalten der Generation Y – vor allem in den Bereichen Reisen, Gesundheit und Sport.»

Richard Kersley



[Andrew Garthwaite](#), [Global Equity Strategist, Credit Suisse](#)

Die Aktien der Schwellenmärkte könnten sich in einer fünfjährigen Outperformance-Phase befinden. Die Löhne wachsen inzwischen langsamer als die Produktivität, was zur Erholung der Margen und Eigenkapitalrenditen beiträgt. Die Gewindynamik ist positiv, und vor allem sind die Währungen der Schwellenländer (ausgenommen der RMB) unseren Modellen zufolge insgesamt etwa 30% günstiger. Auch in Bezug auf ihre Geld- und Fiskalpolitik sind die Schwellenländer wesentlich flexibler als die Industrienationen. Da das sektorbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis mit einem 15%igen Abschlag auf die Industrieländer notiert, sind die Bewertungen kein Hinderungsgrund. Vielmehr kommt es auf einen selektiven Ansatz an. Wir favorisieren Korea, China und Indien und bevorzugen die Nutzniesser rückläufiger Renditen bei den Staatsanleihen der Schwellenländer, zum Beispiel Finanzdienstleister.

► **Welche überzeugenden Anlagethemen kristallisieren sich derzeit heraus, und welche Vorteile bieten thematische Anlagen?**

[Loris Centola](#), [Global Head of Research, Credit Suisse](#)

Anlagethemen sind eine gute Möglichkeit, um unkorrelierte Ideen oder Bausteine in ein Portfolio einzubinden; also um Ideen zu verwirklichen, die auch dann erfolgreich sind, wenn alles andere keinen Erfolg hat. Entscheidend ist, dass man diese Trends frühzeitig erkennt und zu einem konkreten Anlagekonzept entwickelt.

[Magnus Lindkvist](#), [TED Speaker, Author, Speakersnet](#)

Zurzeit gibt es eigentlich nur zwei Unternehmensmodelle: Unternehmen, die mit anderen konkurrieren, und Unternehmen, die etwas erschaffen – hier müssen die Anleger differenzieren. Der eigentliche Fortschritt entsteht durch Letztere, aber nicht immer lässt sich diese Kreativität auch finanziell verwerten. Bislang ist beispielsweise jeder Versuch gescheitert, die Dienstleistungen von Twitter zu monetisieren.

[Stuart O’Gorman](#), [Technology Funds, Henderson](#)

Auch wenn Technologie faszinierende neue Märkte schafft, haben wir es dabei mit einem Prozess kreativer Zerstörung zu tun. Der Technologiesektor läuft der «Old Economy» zunehmend den Rang ab, und die Liste der traditionellen Wirtschaftszweige, die allmählich ausgedient haben, wird immer länger. Das Internet zum Beispiel hat der Zeitungsbranche bereits schwer geschadet und macht neuerdings auch der Fernsehindustrie Konkurrenz.

[Richard Kersley](#)

In anderen Branchen ist das Thema Wettbewerb ebenfalls sehr präsent, etwa weil sich die Unternehmen immer häufiger mit der chinesischen Konkurrenz auseinandersetzen müssen. Während China vielen Firmen der Industrieländer einen gewaltigen Endmarkt zu bieten hat, nimmt der Wettbewerbsdruck zu, da sich die chinesischen Unternehmen auf der Wertschöpfungskurve allmählich nach oben arbeiten. An den Rohstoffmärkten haben chinesische Firmen eine Zeitlang in hohem Masse zur Destabilisierung beigetragen. Die intensive Forschungs- und Entwicklungsarbeit, die staatliche Unterstützung lokaler Produzenten und ein gewisser Technologietransfer haben jedoch dazu geführt, dass chinesische Anbieter inzwischen



einen grösseren Teil ihrer Inlandsnachfrage selbst decken und ihre Fähigkeiten zu günstigeren Preisen exportieren können. Der Plan «Made in China 2025» unterstreicht, dass dieser Trend vermutlich anhalten wird.

Loris Centola Nachhaltigkeit wird bei den Investoren mit der Zeit immer mehr Anklang finden, zum einen als Anlagethema und zum anderen, damit die Investoren ihre Überzeugungen zum Ausdruck bringen können. Das betrifft nicht nur ökologische, soziale und Governance-bezogene Aspekte, sondern zunehmend auch die finanzielle Nachhaltigkeit in der Altersvorsorge. Wir glauben zum Beispiel, dass Unternehmen mit unterfinanzierten Pensionsfonds ein Risiko für die Investoren darstellen. Indem sie Firmen mit ungedeckten Pensionsverbindlichkeiten meiden, können die Anleger schneller für Nachhaltigkeit und somit Stabilität sorgen.

Nannette Hechler-Fayd'herbe

In Bezug auf produktivitätssteigernde Investitionen haben wir bereits auf Infrastrukturanlagen verwiesen, die aus unserer Sicht ein ideales Instrument der «Old Economy» sind, um in die Zukunft zu investieren, die Produktivität zu steigern, Arbeitsplätze für alle Bildungsniveaus zu schaffen und gleichzeitig langfristigen Investoren Vermögenswerte mit einer positiven Rendite zu bieten. Ein erleichterter Zugang und bessere Risikoprofile der Anlageklasse für private und institutionelle Kunden sollten für das Segment in den nächsten Jahren die wichtigste Priorität sein. ■

Zeit für affirmative Investments

Wie jeder andere Bürger im Alltag üben auch Investoren mit ihren Anlageentscheidungen einen gewissen Einfluss aus. Bei der Credit Suisse sind wir der Ansicht, dass das Vertrauen – bzw. das mangelnde Vertrauen –, das sie gegenüber Firmen, Sektoren und Staaten zum Ausdruck bringen, auch Einfluss auf die Anlagerenditen hat. Wir sind zudem der Meinung, dass die Investoren beträchtlichen Einfluss haben. Die Entscheidung für eine aktive Investition in Vermögenswerte und Produkte kann dazu beitragen, einige der Probleme zu lindern, die im Rahmen unserer Konferenz erörtert wurden. Indem sie die Anlagen von Unternehmen oder Sektoren meiden, die diese Probleme verursachen oder verstärken, können Anleger daran mitwirken, unsere Wirtschaft und unsere Gesellschaft durch Druck von unten in die richtige Richtung zu lenken. Als Bank können wir unseren Beitrag dazu leisten, indem wir Analysen erstellen, den Zugang zu Investments ermöglichen und konkrete Lösungsansätze für die grossen Herausforderungen unserer Zeit anbieten.

Investmentkonferenz Generationenkonflikte

Die interne Investmentkonferenz vom 27. September 2016 in Zürich beleuchtete, wie die wachsenden Spannungen und Kontroversen der jüngsten Zeit den Wirtschafts- und Anlageausblick beeinflussen, worauf Investoren achten sollten und welchen Einfluss sie ausüben, wenn sie sich für Vermögenswerte und Produkte entscheiden, die den aktuellen Problemen entgegenwirken können.

Podiumsteilnehmer

- *Michael Strobaek*, Global CIO und Head Investment Solutions & Products, Credit Suisse
- *Oliver Adler*, Head of Economic Research, Credit Suisse
- *Neville Hill*, Global Economics & Strategy, Credit Suisse
- *Joseph G. Carson*, Global Economic Research, AllianceBernstein
- *John Woods*, CIO Asia Pacific Investment Strategy, Credit Suisse
- *Nannette Hechler-Fayd'herbe*, Global Head of Investment Strategy, Credit Suisse
- *Andrew Garthwaite*, Global Equity Strategist, Credit Suisse
- *Andrew Balls*, CIO Global Fixed Income, PIMCO
- *Ulrich Keller*, Alternative Funds Solutions, Credit Suisse
- *Loris Centola*, Global Head of Research, Credit Suisse
- *Richard Kersley*, Global Thematic Research, Credit Suisse
- *Stuart O'Gorman*, Technology Funds, Henderson
- *Magnus Lindkvist*, TED Speaker, Author, Speakersnet
- *Bob Parker*, Strategic Advisor, Investment Strategy, Credit Suisse

Redaktion

Nannette Hechler-Fayd'herbe, Global Head of Investment Strategy, Credit Suisse



Weitere Informationen

Mehr zur Konferenz finden Sie unter credit-suisse.com/investmentoutlook/de

Datenquellen:

VN, Credit Suisse Global Wealth Report; McKinsey Global Institute Analysis, IBM; Forbes; Cisco IBSG, WHO, Weltbank, Credit Suisse

Bildquellen:

Mathias Hofstetter (Titelseite, S. 35, 39, 40), Thomas Eugster (S. 33, 36, 37, 42, 43); 3alex, gettyimages (S. 35), Øresundsbron, Pierre Mens (S. 39); Bloomberg, gettyimages (S. 40)





«Aktien erfüllen in einem Portfolio zwei Aufgaben: Zum einen bieten sie mit ihren Dividendenausschüttungen eine zusätzliche Renditequelle, zum andern lassen sich mit ihnen Kapitalgewinne erzielen.»

Nannette Hechler-Fayd'herbe



Volatilität

Der Volatilitätsindex VIX – auch als «Angstindex» bekannt – ist ein Mass für die Nervosität der Anleger, wie sie sich an den Aktienbörsen manifestiert. Der Index wurde Anfang der 1990er-Jahre geschaffen und basiert auf den Preisen von Optionen auf den S&P 500.

Nannette Hechler-Fayd'herbe, Global Head of Investment Strategy

Anhaltende Finanzrepression

Die Anleger sind skeptisch, ob 2017 die gute Wertentwicklung der letzten Jahre anhält. Schwierige soziopolitische Rahmenbedingungen in der westlichen Welt und die volle politische Agenda lassen viele Marktereignisse möglich erscheinen. Die Zentralbanken dürften an ihrem geldpolitischen Kurs festhalten. In einem solchen Umfeld können sich aus vorübergehenden Marktkorrekturen durchaus Chancen für den selektiven Kapitaleinsatz ergeben.

Die grösste Herausforderung der Anleger wird es 2017 sein, bei vernünftigem Risiko Rendite zu erwirtschaften. Verglichen mit den Schulden, die die Emittenten von erstklassigen Unternehmensanleihen in den letzten Jahren angehäuft haben, sind die Spreads von Investment-Grade-Anleihen eng. Bei den Unternehmensanleihen könnten sie sich 2017 leicht ausweiten. Deshalb würden wir fällige Anleihen hauptsächlich in Anleihen von Finanzunternehmen reinvestieren. Vor allem europäische nachrangige Finanzanleihen dürften von den besseren Kapitalpositionen der Banken und den noch lockeren Finanzbedingungen profitieren.

Anleihen: Selektive Gelegenheiten bei EM-Titeln

Auch Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern (EM) bieten ein gutes Rendite- und Diversifikationspotenzial. Nach der kräftigen Rally 2016 wird 2017 die Länder- und Sektorwahl entscheidend sein. Wir favorisieren Argentinien, Brasilien und Indonesien sowie ausgewählte EM-Bankanleihen. Für Anleger, die Währungsrisiken tragen können, kommen auch EM-Anleihen in Lokalwährung infrage, die Renditen von über 6% bieten. Zu unseren bevorzugten lokalen Märkten gehört Brasilien, dessen Währung uns gut unterstützt scheint. Kolumbien bietet die besten Aussichten auf fallende lokale Renditen als zusätzlichen Kursimpuls. Die Fixed-Income-Vermögensverwalter haben auf den Renditemangel mit Absolute-Return-Strategien reagiert. Strategien, die auf ein grösseres Renditegefälle zwischen lang- und kurzlaufenden Anleihen setzen, dürften 2017 gewinnen.

In allen Sektoren finden sich Aktien mit soliden Dividendenausschüttungen, allen voran Telekommunikationstitel,

die eine attraktive Dividende und solide freie Cashflows bieten. Bei Finanz- und Energiewerten wären wir wegen des ungewisseren Dividendenausblicks vorsichtig. In Bezug auf potenzielle Kapitalgewinne hat das Timing von Anlageentscheidungen einen massgeblichen Einfluss auf die Gesamterträge. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, um die Auswirkungen eines guten oder schlechten Timings zu mildern. So können Anleger zu Jahresbeginn auf Titel und Regionen fokussieren, die auf robusten Anlagethesen basieren, um dann im Jahresverlauf auftauchende Chancen zu packen. Auf Regionenebene überzeugen uns EM am meisten. Trotz ihres ausgeprägten Aufwärtstrends 2016 werden EM-Aktien nach wie vor mit einem geringfügigen Abschlag gegenüber ihren Pendanten aus den Industrieländern gehandelt. Aus Sektorsicht überzeugen Gesundheitswesen und Technologie. Die Fundamentaldaten der Gesundheitsunternehmen gehören zu den besten, haben sich aber vor den US-Präsidentenwahlen abgeschwächt. Trotzdem erachten wir die Gefahr nachteiliger politischer Entscheidungen als gering, da alle Beschlüsse vom US-Kongress abgesegnet werden müssen. Der Technologiesektor wächst bei Cybersicherheit, Robotik und virtueller Realität weiter.

Weltweit robuste Immobilienmärkte

Die Märkte für Geschäftsimmobilien profitieren weiter von den soliden Finanzen der privaten Haushalte, dem Niedrigzinsumfeld und den geringen Rezessionsrisiken. Wir beurteilen die Anlageklasse recht optimistisch. In den USA, weiten Teilen Kontinentaleuropas und Japan dürfte die Dynamik anhalten. Die Vermietungstätigkeit in diesen Regionen bleibt stabil, während sie in Grossbritannien und China abflaut. In Grossbritannien dürften die Immobilienrenditen infolge der Brexit-Abstimmung zurückgehen. In der Region Asien-Pazifik bremst Chinas langsames Wachstum das Mietwachstum und treibt die Leerstandsquoten in die Höhe. Wir gehen aber davon aus, dass sich japanische und dienstleistungsorientierte australische Städte wie Sidney oder Melbourne diesem Trend dank niedrigerer Zinsen und solider Arbeitsmärkte entziehen werden. Zudem profitieren die Wohnimmobilienmärkte in der asiatisch-pazifischen Region von den relativ hohen absoluten BIP-Wachstumsraten. In der Schweiz schmälert das Überangebot hingegen zunehmend die Betriebsergebnisse. Dennoch wird von stabilen

>



Bullenmarkt

«Bullen» und «Bären» zur Beschreibung von Marktspekulanten werden zum ersten Mal im 18. Jahrhundert erwähnt. Die Bären sind wahrscheinlich auf Händler von Bärenhäuten zurückzuführen, die in Phasen rückläufiger Märkte profitierten. Woher die Bullen ihren Namen haben, ist weniger klar.

Gesamtrenditen ausgegangen, da die niedrigen Zinsen und die hohe Investorennachfrage die Kapitalwerte stützen.

Stockende Neuausrichtung der Rohstoffe

Die Rohstoffe richten sich trotz hoher Lagerbestände weiter neu aus. Letztere dürften ab dem zweiten Halbjahr 2017 schrumpfen. Wir bevorzugen Energierohstoffe, weil weniger Investitionen bei robuster Nachfrage bereits zu spürbaren Produktionsrückgängen geführt haben. Normalisieren sich die Lagerbestände, könnten die Ölpreise gegen USD 60 tendieren. Länger dauert die Anpassung bei den Industriemetallen. Ob die Preisentwicklung robust bleibt, hängt davon ab, ob die Produzenten weiter diszipliniert sind und ob China zusätzliche Stimulierungsmassnahmen ergreift. Da Gold eine tiefe Korrelation mit den wichtigsten Anlageklassen hat, gilt es als guter Portfoliodiversifikator. Doch dürften leicht höhere Realrenditen und ein stärkerer US-Dollar die Goldpreisentwicklung 2017 bremsen.

Seit der Finanzkrise favorisieren Hedgefonds risikoärmere und liquidere Transaktionen. Das schmälerte ihr Performancepotenzial, aber die Erträge sind auch weniger volatil. Für 2017 rechnen wir bei den Hedgefonds bei geringer Volatilität und einem moderaten, aber robusten Wachstum mit niedrigen einstelligen Renditen. Zudem dürften Veränderungen des geldpolitischen Kurses oder politische Ereignisse Managern Chancen eröffnen. Im Gegensatz zu den Hedgefonds wächst Private Equity nach wie vor schnell. Die Performance dieser Anlageklasse orientiert sich zwar an derjenigen börsennotierter Aktien, Private-Equity-Anlagen sind aber von Natur aus illiquid, da die entsprechenden Fonds in der Regel für zehn Jahre geschlossen sind. So erhalten die Anleger eine hohe Illiquiditätsprämie. Die Branche finanziert ihre Transaktionen teilweise mit Fremdkapital, weshalb die derzeit niedrigen Zinsen deutlich bessere Ergebnisse zulassen. Die Rahmenbedingungen in der Branche sind momentan also günstig. Private-Equity-Anlagen dürften daher denjenigen Investoren attraktive Renditechancen bieten, die mit Illiquidität umgehen und die mit dem Fremdkapitaleinsatz verbundenen Risiken tragen können.

Die verhaltene Performance des US-Dollar gegenüber anderen wichtigen Währungen dürfte 2017 zu Ende gehen. Sollte die US-Notenbank (Fed) ihre vorsichtige geldpolitische Straffung fortsetzen, dürfte die Währung 2017 ihre Talsohle erreichen und wieder aufwärts tendieren. Euro-, Yen- und

Tab. 1 **Kann sich die gute Performance 2017 fortsetzen?**

Die Volatilitätsausschläge an den Finanzmärkten könnten für Vermögenswerte vorübergehend ein Risiko darstellen, aber auch Gelegenheiten bieten. Quelle: Bloomberg. Letzter Datenpunkt: 09.11.2016

Aktien*

	Börsenschluss am 9. November 2016	Ende 2017 (Prognose)
S&P 500	2'163	2'230
EuroStoxx 50	3'056	3'175
SMI	7'898	8'320
FTSE 100	6'912	7'000
TOPIX	1'376	1'430
MSCI Emerging Markets	101'518	108'000

Zinssätze

	Börsenschluss am 9. November 2016	Ende 2017 (Prognose)
10-jährige US-Treasuries	2,04%	2,40%
10-jährige deutsche Bundesanleihen	0,22%	0,40%
10-jährige Schweizer Eidgenossen	-0,35%	-0,10%

Kreditspreads

	Börsenschluss am 9. November 2016	Ende 2017 (Prognose)
Investment Grade**	130	150
High Yield**	470	550
EM-Hartwährungsanleihen***	333	360

Währungen & Rohstoffe

	Börsenschluss am 9. November 2016	Ende 2017 (Prognose)
EUR/USD	1.0910	1.05
USD/CHF	0.9844	1.04
USD/JPY	105.67	96.00
GBP/USD	1.2406	1.23
Gold (USD/Feinunze)	1'276	1'250
WTI Öl (USD/Barrel)	45.27	55.00

* Alle Aktienindizes sind Kursindizes, mit Ausnahme des MSCI Emerging Markets, der auch Dividenden umfasst. Schlusskurs des TOPIX per 10. November

** Barclays Global Agg Corporate and Global High Yield Index

*** JP Morgan EMBIG Diversified (Index für Staatsanleihen)



Sichere Häfen

«Safe haven»-Währungen sind solche, die eine Absicherung gegen globale Risiken bieten. Zu den traditionellen Safe-Haven-Währungen gehören der japanische Yen, der Schweizer Franken und der US-Dollar. Den Schweizer Franken gibt es seit 1850; seit dem Ersten Weltkrieg gilt er als sicherer Hafen.

Abb. 1 **Finanzrepression dürfte Realrenditen und Volatilität niedrig halten**

VIX ggü. 2-j. US-Realzinsen, Verzögerung um 2 Jahre (in %).

Quelle: Bloomberg. Letzter Datenpunkt: 04.11.2016



Abb. 2 **Aufholpotenzial für Schwellenländer**

MSCI AC World und MSCI EM, Index = 100 im Jahr 2010.

Quelle: Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 04.11.2016



Sterling-Anleger könnten angesichts der attraktiven US-Renditen ihre Engagements in nicht abgesicherten US-Dollar-Vermögenswerten möglicherweise ausbauen. Unter den Währungen der Industrieländer bevorzugen wir die norwegische Krone. Die EM-Währungen dürften uneinheitlich abschneiden: Etwaige Straffungsmassnahmen des Fed dürften die Region Asien-Pazifik am stärksten tangieren. Die Währungen in Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie Lateinamerika werden sie wohl weniger beeinflussen, da dort die Renditen meist höher und die Bewertungen nach wie vor relativ attraktiv sind. Für 2017 setzen wir auf Währungsebene auf den russischen Rubel. Am wenigsten überzeugt uns die türkische Lira.

Ereignisrisiken könnten zu Volatilitätsauschlägen führen, wenn auch nur kurz. Das eröffnet Chancen für Derivate und strukturierte Anlagen. Hier können Risikoauschläge zum Verkauf von Volatilität genutzt werden, um eine synthetische Rendite zu erwirtschaften. In ruhigeren Phasen besteht die Möglichkeit, über (Call-)Optionen ein Marktengagement einzugehen und gleichzeitig die Verlustrisiken zu begrenzen. Auch in Derivatstrategien, die die Öl-Terminkurve nutzen, um mit strukturierten Anlagen synthetische Renditen zu erzielen, sehen wir nach wie vor Wertpotenzial. ■

Erkenntnisse für Anleger

- 2017 dürfte es vermehrt zu politisch bedingten Kursschwankungen kommen. Die Zentralbanken werden die Marktrisiken aber wohl weiter unterdrücken; Marktkorrekturen eröffnen Chancen.
- Anleihen von Finanzunternehmen und aus Schwellenländern dürften das attraktivste Renditepotenzial haben, wobei bezüglich Emittentenrisiken nach wie vor Vorsicht geboten ist.
- Unter den Aktien weisen diejenigen aus den Schwellenländern sowie aus dem Gesundheitswesen und der IT die besten Aussichten auf. Für Anleger, die mit Illiquidität umgehen können, bietet sich Private Equity an.



Georg Stillhart, Asset Allocation Advisory/Investment Strategy

Portfolio clever strukturieren

Mehr als 80 % der Rendite und des Risikos eines Portfolios werden von seiner Zusammensetzung bestimmt. Es lohnt sich, die strategische Vermögensallokation umsichtig vorzunehmen. Natürlich spielen auch kurzfristige taktische Entscheidungen und bestimmte Anlageinstrumente eine Rolle, aber erst, wenn die grundlegende Struktur eines Portfolios steht.

In den letzten Jahren haben rückläufige Zinsen zu hohen Renditen in den Anleihemärkten der meisten Industrieländer geführt. So hat sich das heutige Marktumfeld historisch niedriger oder negativer Zinssätze entwickelt. Falls es nicht zu einem schweren Konjunkturereintritt oder einer Deflation kommt, werden die Renditen von traditionellen erstrangigen Anleihen wohl sehr gering ausfallen. Darum müssen sich die Anleger nach alternativen Renditequellen umsehen. Die richtige Anlage zu wählen, ist eine Herausforderung, weil sich die Interventionen der Zentralbanken in der Vergangenheit nicht nur auf die Renditen und Kurse von Anleihen ausgewirkt haben, sondern auch auf die anderer Anlageklassen sowie auf das Verhältnis (Korrelation) zwischen den Renditen verschiedener Anlageklassen. Risikoreiche Anlagen wie Aktien, Rohstoffe und Hochzinsanleihen dürften eine stärkere Korrelation aufweisen als früher.

Ausblick auf die nächsten fünf Jahre

Mit unseren Kapitalmarkterwartungen (Capital Market Assumptions, CMA) für die nächsten fünf Jahre schätzen wir die Renditen und Risiken der wichtigsten Anlageklassen ein. Sie sind auch die Grundlage für den Aufbau eines robusten, diversifizierten Multi-Asset-Portfolios. In unserer letzten Aktualisierung der CMA prognostizierten wir, dass sich die Aktienrenditen positiv von Anleihen und Geldmarktanlagen abheben dürften. Schwellenmarktaktien werden dabei die Aktien der Industrieländer dank besserer Margen und attraktiverer Bewertungen voraussichtlich übertreffen. Die Aussichten für die Renditen von Unternehmensanleihen mit geringer Bonität, von Schwellenländeranleihen und von Wandelanleihen dürften besser ausfallen. Hedgefonds dürften wertvolle Diversifikationsvorteile bieten, während Private Equity eine attraktive alternative Quelle für risiko-

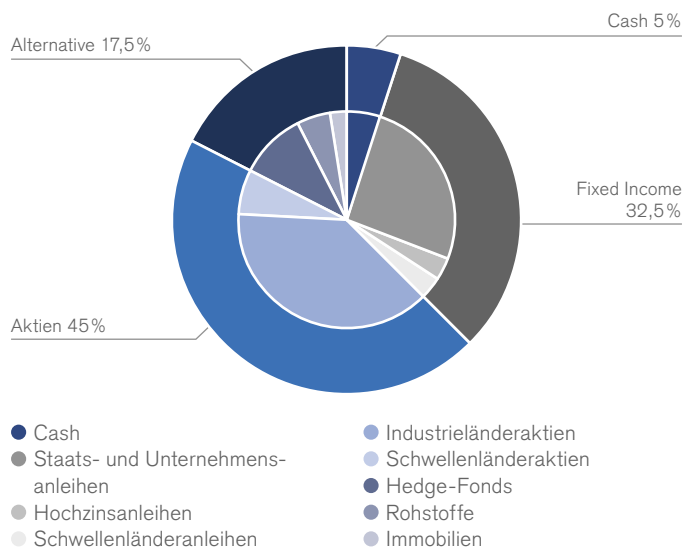
bereinigte Renditen ist. Festverzinsliche Anlagen sollten vorwiegend in Unternehmens- sowie in Schwellenländer- und Hochzinsanleihen getätigt werden. Wir denken aber nicht, dass der Anteil der Staatsanleihen der Kernländer im strategischen festverzinslichen Bereich komplett auf null reduziert werden sollte, da sie bei unvorhergesehenen Risiken in Portfolios eine stabilisierende Rolle spielen. Sie machen rund 22 % unserer gesamten festverzinslichen Anlagen aus. Anleger mit geringer Risikotoleranz investieren vorwiegend in festverzinsliche Anlagen; sie sollten ihr Portfolio diversifizieren, indem sie beträchtliche Anteile an Wandelanleihen und inflationsgeschützten Anleihen in ihr Portfolio aufnehmen.

Weltweit in Aktien investieren

Anleger bevorzugen oft und verständlicherweise den Heimatmarkt. Heimische Anlagen sind daher ein wichtiger Baustein in unseren Portfolios. Vorwiegend oder ausschliesslich im heimischen Aktienmarkt anzulegen, kann in einem Portfolio aber zu einer unerwünschten Sektorausrichtung führen. Ausser-

Abb. 1 **Strategische Allokation für Kunden mit mittlerem Risikoprofil**

«USD Balanced»-Profil ohne Private Equity
Quelle: Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: September 2016





Bestandsaufnahme – Health Check

Der Begriff «Health Check» kommt aus dem medizinischen Bereich. Heute bezeichnet man damit im Englischen auch eine Überprüfung eines Geräts oder Systems, um sicherzustellen, dass es richtig funktioniert. Auch der Begriff «Clean Bill of Health», eine Bescheinigung über die tadellose Funktionsweise, wird ausserhalb des medizinischen Bereichs weithin verwendet.

dem kann ein Portfolio zu stark spezifischen konjunkturellen und geldpolitischen Zyklen ausgesetzt sein. Global diversifizierte Anlagen reduzieren hingegen die Exposure gegenüber den Risiken einzelner Länder und sorgen für ein breites Spektrum von Chancen. Dies zeigte sich 2016 erneut, und unsere Prognosen für Aktienrenditen in den kommenden Jahren deuten darauf hin, dass Anlagen in Aktien weltweit wertvolle Diversifikationsvorteile bieten. Es dürfte auch 2017 interessant sein, Schwellenländeraktien ins Portfolio aufzunehmen. Diese machen rund 15 % unserer globalen Aktienallokation aus.

Alternative Anlagen, ein wichtiger Baustein

Alternative Anlagen werden in diversifizierten Portfolios immer wichtiger, besonders im Umfeld langfristig niedriger Zinsen und Renditen. Die Credit Suisse hat in allen normalen Verwaltungs- und Beratungsportfolios ein breit diversifiziertes Engagement in alternativen Anlageklassen. Alternative Anlagen machen z. B. bei einem ausgewogenen Risikoprofil einen Anteil von 17,5 % aus. Diese Allokation ist höher als bei anderen Vermögensverwaltern, entspricht aber der von Pensionsfonds weltweit. Gleichzeitig ist sie viel niedriger als bei noch stärker spezialisierten Anlegern mit besonders langen Anlagehorizonten wie Stiftungen oder Family Offices. Alternative Anlagen umfassen ein breit gefächertes Anlageuniversum einschliesslich Hedgefonds, Immobilien, Rohstoffe und Private Equity. Sie reagieren meist auf andere Einflussfaktoren als traditionelle Anlagen wie Anleihen und Aktien und fungieren auch als Inflationsschutz bei steigender Inflation, profitieren aber gleichzeitig von rückläufigen Renditen bei sinkender Inflation. Sie spielen bei der Diversifizierung, Stabilisierung und Optimierung von Portfolios eine wichtige Rolle. Wir halten an unserer systematischen Aufnahme von Hedgefonds (10 % bei einem ausgewogenen Profil), Rohstoffen (5 %) und Immobilien (2,5 %) ins Portfolio fest.

Private Equity als Anlageklasse ist im vergangenen Jahrzehnt gereift. Sie ist bei Investoren bekannt und akzeptiert. Das verwaltete Vermögen in Form von Private-Equity-Anlagen ist zwischen 2005 und 2015 von USD 1,2 Bio. auf USD 4,2 Bio. angestiegen. Zwar ist Private Equity aufgrund der geringen Liquidität und der Paketgrösse nur für qualifizierte Anleger zugänglich, doch wir denken, dass Private Equity oft eine sinnvolle Ergänzung zu einem diversifizierten Engagement in alternativen Anlagen ist, da es für differenzierte langfristige Anlagerenditen

sorgt. Als Ausgleich für die beträchtliche Illiquidität erhalten Private-Equity-Anleger meist eine echte langfristige Outperformance. Die wichtigsten Verwaltungsportfolios von Credit Suisse enthalten keine Private-Equity-Anlagen, da die Anlageklasse aufgrund ihrer inhärenten Illiquidität für liquide Portfolios ungeeignet ist. Bei Beratungsportfolios qualifizierter langfristiger Anleger empfehlen wir für die Vermögensallokation von Portfolios über CHF (oder USD) 5 Mio. aber einen Private-Equity-Anteil von 5 %.

Globale Anlagen sind meist mit Währungsrisiken behaftet, wenn sie nicht währungsgesichert sind. Manche Anleger möchten Währungsrisiken komplett ausschalten, da es langfristig keinen Ausgleich für dieses Risiko gibt. Das Problem bei der Absicherung von Währungsrisiken ist aber, dass sie für jene Anleger teurer geworden ist, für deren Heimatwährung die Zentralbanken Negativzinsen eingeführt haben. Wenn die US-Notenbank die Zinsen auf ein normales Niveau anhebt, steigen die Kosten für diese Anleger wahrscheinlich weiter. Akzeptable Währungsrisiken und akzeptable Renditen nach Kosten müssen ausgewogen sein. Die Credit Suisse sichert Währungsrisiken ab, wenn diese das Risiko der Anlageklasse erheblich erhöhen. Das Währungsrisiko sollte bei festverzinslichen Anleihen systematisch abgesichert werden, da Wechselkurschwankungen die Risiken in dieser Anlageklasse deutlich erhöhen. Gleiches gilt für Immobilien und Hedgefonds. Bei Aktien wiegen die Vorteile einer globalen Diversifizierung die Währungsrisiken generell auf – hier sichern wir Währungsrisiken nicht systematisch ab. In nicht auf USD lautenden Portfolios sichern wir Rohstoffe nicht ab, da dies das Risiko bei vielen Rohstoffanlagen sogar erhöht. ■

Erkenntnisse für Anleger

- Festverzinsliche Portfolios sollten einen guten Mix aus Unternehmens-, Schwellenländer- und Hochzinsanleihen enthalten. Wandelanleihen sind eine interessante Ergänzung.
- Aktien sollten global diversifiziert werden, mit einem angemessenen Engagement in Schwellenländern.
- Alternative Anlagen werden wichtiger, um ein Multi-Asset-Portfolio zu diversifizieren, zu stabilisieren und zu optimieren.



Christine Schmid, Global Equity and Credit Research

Effizienzgewinne massgebend für Erfolg

Der Weltwirtschaft geht es besser. Unser Basisszenario 2017 geht von einem geringen, aber stabilen Wachstum aus, das von einer anhaltenden Finanzrepression begleitet wird. In allen Sektoren wird der Erfolg von den Effizienzgewinnen abhängen. Ebenso wichtig sind hohe Innovationskraft und starke Liquidität.

Das globale Wachstum bleibt gedämpft. Deshalb sollten Unternehmen, die von höherem strukturellem Wachstum profitieren, sowie jene, die Wachstum generieren oder kosteneffizient sind, mit einem Bewertungsaufschlag belohnt werden. Bei der Sektorbetrachtung schauen wir schwerpunktmässig darauf, welche Potenziale zur Kostensenkung und Neuverschuldung vorhanden sind. Die relativ hohen Barbestände machen weitere Fusionen und Übernahmen möglich, bei nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen. Die Sektoren Technologie, Telekommunikation und Gesundheitswesen haben beträchtliche Cash-Reserven. Der Finanzsektor ist weiterhin relativ hoch verschuldet und muss auf Effizienzgewinne sowie eine kritische Grösse achten. Da das Wirtschaftswachstum wohl noch längere Zeit schwach bleibt, wird sich der Erfolg eines Sektors massgeblich nach seiner Innovationskraft richten.

So schätzen wir die Sektoren ein

- *Konsumgüter brauchen Belebung in den Schwellenmärkten:* Um seine Ertragskraft langfristig zurückzugewinnen, braucht der Konsumgütersektor zuversichtlichere Mittelschichtkonsumenten in den Schwellenländern und anhaltendes Wachstum in den entwickelten Märkten. Der gegenüber dem USD schwächere EUR sollte die Hersteller in Europa unterstützen. Die digitale Disruption fordert die meisten Unternehmen heraus. Eine weitere Hürde sind regulatorische Anforderungen, die die Unternehmen zu weiteren Investitionen zwingen.

- *Energie mit günstigeren Kostenstrukturen und stabileren Ölpreisen:* Stabilere Ölpreise und bessere Kostenstrukturen schaffen die Basis für moderates Gewinnwachstum. Zahlungsausfälle und geringere Investitionen in das US-Schiefergassegment haben die Überproduktion ein wenig zurückgehen lassen und eine bessere Preisgestaltung ermöglicht. Allerdings könnten Cashflow-Defizite und steigende Schulden die Bonität

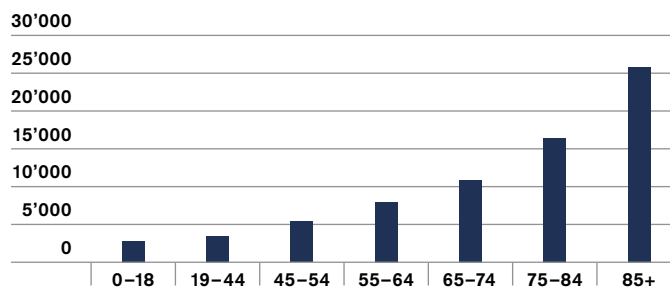
der Unternehmen sowie die Nachhaltigkeit ihrer Dividenden weiter gefährden. Steigende Steuern haben das Potenzial, die Gewinn- und Cashflow-Aussichten zu beeinträchtigen.

- *Finanzwesen auf Notenbanken und Kosteneffizienz fokussiert:* Die Ertragsprobleme im europäischen Bankensektor dürften 2017 anhalten, und mit ihnen die Notwendigkeit die Kosteneffizienz zu steigern. US-Banken sollten erste positive Auswirkungen der Zinsstraffung zu spüren bekommen, die für 2017 erwartet wird. In den Schwellenländern, allen voran Brasilien, haben sich die Institute dank einer langsamen Stabilisierung bei den notleidenden Krediten von den jüngsten Tiefpunkten erholt. Lebensversicherungen könnten wegen historisch tiefer Zinsen unter Druck bleiben. Wir bevorzugen weiter den Nichtleben-Bereich. Zu den Risiken zählen weitere Zinssenkungen der Notenbanken sowie zu schnell steigende Zinsen, die einen Ausfallzyklus anstossen könnten.

- *Gesundheitswesen an der Schwelle zu neuem Innovationszyklus:* Innovationen stehen hier im Zentrum; sie sind die Basis für nachhaltiges, langfristiges Wachstum. Vor der US-Präsidentschaftswahl wurde die Preisgestaltung für Arzneimittel intensiv diskutiert und kritisiert; die Macht zur Preisgestaltung sollte durch Innovationen erhalten bleiben. Das Verständnis der Humanbiologie wächst stets und führt gerade zu den ersten Produktzulassungen. Hier sehen wir den Anfang eines neuen Innovationszyklus mit vielen neuen Produkten. Gleichzeitig verlangt eine wachsende Mittelschicht in den Schwellenländern Zugang zu modernsten Behandlungen-

Abb. 1 Innovation und Bevölkerungsentwicklung bilden die Basis für Umsätze im Gesundheitswesen

Gesundheitsausgaben insgesamt pro Kopf, nach Altersgruppe (in USD).
Quelle: Centers for Medicare and Medicaid Services





Big Data

1,13 Milliarden: die durchschnittliche Anzahl Menschen, die Facebook täglich aktiv nutzt (Daten per Juni 2016).



Cyber-Sicherheit

Der Schutz von Netzwerken, Computern und Daten vor einem Angriff oder unberechtigten Zugriff ist eine Wachstumsindustrie. 2015 sagte eine Studie zu den Arbeitnehmern in der Informationssicherheit voraus, dass 2020 in dieser Branche 1,5 Millionen Fachkräfte benötigt werden.

methoden. In den Industrieländern konsumieren ältere Menschen die meisten Gesundheitsressourcen, während die Alterung die Gesundheitsausgaben in die Höhe treibt. Diese Trends bringen dem Sektor dauerhaft höhere Umsätze. Als grösstes Risiko erachten wir klinische Studien, die nicht bewilligt werden, sowie neue regulatorische Beschränkungen.

- Industrie zwischen Zukunft und Vergangenheit:

Der grösste langfristige Treiber für den Industriesektor ist die vierte industrielle Revolution, die sich vor allem um Roboter, 3D-Druck und Big Data dreht. Der Übergang zur «Industrie 4.0» wird kurzfristig mit hohen Kosten verbunden sein. Hingegen dürfte der Industriesektor von höheren Staatsausgaben (Infrastrukturinvestitionen) profitieren, die teils dazu dienen, eine an Wirkung verlierende unkonventionelle Geldpolitik zu ersetzen. Die seit 2009 anhaltenden Unterinvestitionen haben in vielen Industrie- und Schwellenländern zu teils gravierenden Infrastrukturlücken bei Verkehr, Kommunikation, Strom, Wasser und Abfall geführt. Industrieunternehmen, die neue Produkte und Dienstleistungen zur Verbesserung der Infrastruktureffizienz bieten, dürften von solchen Investitionen profitieren. Eines der grössten Risiken für etablierte Industriekonzerne liegt in ihren steigenden Pensionskassendefiziten. Schwaches Wachstum und tiefe Zinsen haben die öffentlichen und die privaten Vorsorgesysteme unter Druck gesetzt. Die Diskontsätze, die die Pensionskassen anwenden, sind zu hoch und führen zu einer Unterfinanzierung. Demografische Alterung und Pensionsdefizite üben besonders hohen Druck auf die arbeitsintensiven Bereiche aus – vor allem in Europa, wo die Zinsen noch länger niedrig bleiben dürften.

- IT im Zentrum der Digitalisierung: Innovation ist auch ein wichtiger Treiber für die virtuelle Realität, Robotersoftware (Industrie 4.0), das Internet der Dinge, Big Data und Cyber-sicherheit. Angesichts steigender geopolitischer Unsicherheit ist die Nachfrage nach Sicherheitslösungen in den letzten Jahren ständig gestiegen. Die grössere Vernetzung (Internet der Dinge, Cloud) hat die IT-Infrastruktur auch anfälliger gemacht. Die Internetsicherheit dürfte 2017 massiv an Bedeutung gewinnen. Die Risiken für den Technologiesektor bestehen angesichts der globalen Ausrichtung der Unternehmen und der damit einhergehenden Währungsinkongruenz zwischen Umsätzen und Kosten vor allem in starken Wechselkursbewegungen. Zudem ist der Sektor anfällig für kurze Produktzyklen bei Konsumprodukten, etwa im Smartphone-, Tablet- oder PC-Bereich.

- Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe durch anhaltendes Überangebot begrenzt: Der Sektor Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe hat sich im Jahresverlauf 2016 von seinen mehrjährigen Tiefständen erholt und dabei von saisonalen Effekten, niedrigen Lagerbeständen, weniger Angebotswachstum sowie besseren konjunkturellen Rahmenbedingungen profitiert. Besonders gut entwickelt hat sich der Bergbaubereich. Die Chemieindustrie, die den Grossteil des Sektors stellt, leidet unter einem tiefen organischen Mengenwachstum sowie einer begrenzten Preismacht, die schon zu einigen Megafusionen geführt hat. Wir rechnen mit einer Fortsetzung dieses Trends.

- Bewertungen bei Telekommunikation widerspiegeln hohen freien Cashflow: Telekomunternehmen zeichnen sich durch ein defensives, margenstarkes Geschäft mit relativ hohen Cashflows und Dividenden aus. Sie scheinen auf der Basis einer höheren Qualität auch entsprechend höhere Zugangspreise durchsetzen zu können. Steigende Zinsen haben den Sektor wegen seiner Kapitalintensität und hohen Fixkostenbasis anfällig gemacht.

- Versorgungsbetriebe als Sorgenkind: Die tieferen Energie- und Strompreise belasten die Entwicklung von Unternehmen in den nicht regulierten Bereichen und die Gasversorger. Wir sehen kurzfristig keine Gewinnerholung, dafür die Notwendigkeit für weitere Strukturanpassungen. Längerfristig bieten erneuerbare Energien, intelligente Stromnetze und die Schwellenmärkte Wachstumspotenzial für den Sektor. ■

Erkenntnisse für Anleger

- Kontinuierliche Innovationen schaffen Raum für strukturelles Wachstum im Gesundheits- und Technologiesektor sowie in der Industrie. Der Technologiesektor dürfte angesichts des höheren geopolitischen Risikos von einer steigenden Nachfrage nach Cybersicherheit profitieren.
- Telekom- und Gesundheitssektoren verzeichnen stabile Cashflows und Dividenden.
- Effizienzgewinne und stabilere Ölpreise eröffnen dem Energiesektor Chancen für Gewinnwachstum. Der Finanzsektor muss in einem Umfeld anhaltend tiefer Zinsen noch effizienter werden.



«Der thematische Ansatz ist eine fokussiertere Form des Investierens und hilft, die Suche nach guten Anlagen einzugrenzen.»

Loris Centola



Anlageausblick Top-Themen

Loris Centola, Global Head of Research

Thematisch anlegen und Rendite generieren

Thematisches Anlegen geht über den traditionellen Anlageansatz hinaus, der auf Regionen oder Sektoren fokussiert. Wer so anlegt, will Themen und Trends identifizieren, die die Marktperformance künftig antreiben. So lassen sich einige vielversprechende, übergreifende Anlagethemen erkennen, die 2017 dominieren werden: die Suche nach Wachstumsgelegenheiten, Renditequellen und Risikodiversifikation.

In einer Welt, in der traditionelle Investments immer unattraktiver scheinen und das Wirtschaftswachstum mässig zu bleiben droht, kann ein themenorientierter Ansatz Anlegern helfen, attraktive Anlagebereiche mit potenziell höheren Erträgen zu finden. Thematisches Anlegen verbindet das Beste aus zwei Welten: Nach einer Top-down-Analyse globaler und regionaler Makrotrends ermitteln wir Anlageklassen, Regionen oder Sektoren, die interessant genug sind, um darin zu investieren. Innerhalb einer Region oder eines Sektors kann die Performance jedoch von bestimmten Entwicklungen abhängen, die sich wiederum nur mit einer gründlichen Bottom-up-Analyse der Unternehmen in dieser Region bzw. in diesem Sektor identifizieren lassen. Indem wir beide Analyseansätze kombinieren, können wir die Trends und Themen herausarbeiten, von denen anzunehmen ist, dass sie

Thema oder Trend?

Ein Thema ist eine Idee, die einem Kunstwerk oder einem anderen menschlichen Schaffen oder Unterfangen zugrunde liegt (z. B. Natur oder Entfremdung). Ein Trend hingegen bezieht sich auf eine vorherrschende Tendenz. In der Finanzwelt kann ein technologischer oder demografischer Wandel ein Trend sein. Die damit verbundenen Themen sind zum Beispiel Robotik oder Bevölkerungsalterung.

die Märkte künftig entscheidend prägen. Der thematische Ansatz ist somit eine fokussiertere Form des Investierens und hilft, die Suche nach guten Anlagen einzugrenzen. Themen bieten ausserdem eine gute Möglichkeit zur Entwicklung von Anlageideen, die funktionieren, wenn alles andere nicht funktioniert.

Wachstumsopportunitäten

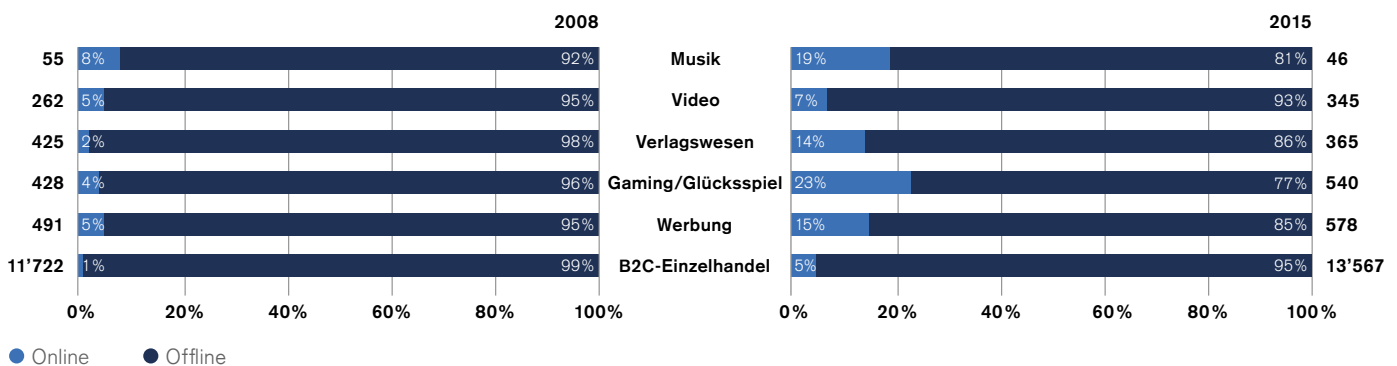
Nehmen wir zum Beispiel unseren Ausblick für das Wirtschaftswachstum. Es dürfte in Europa und den USA im kommenden Jahr verhalten bleiben. Trotzdem gibt es einige thematische Gelegenheiten, die dem Anleger erlauben, in bestimmten Bereichen der Weltwirtschaft von einem beträchtlichen Wachstum zu profitieren.

- Wichtige Infrastruktur wurde in den letzten zehn Jahren sowohl in den USA als auch in Europa vernachlässigt. Darum steht die westliche Welt jetzt vor einem bedeutenden Infrastrukturdefizit. Allein in den USA soll sich dieses Defizit bis zum Jahr 2025 auf schätzungsweise USD 1,7 Bio. summieren. Der designierte US-Präsident Donald Trump etwa erklärte, für Infrastrukturinvestitionen in den kommenden Jahren mehrere hundert Milliarden US-Dollar bereitstellen zu wollen. Aktien, die von Infrastrukturausgaben in den USA oder Europa profitieren, werden so zu potenziell attraktiven Anlagekandidaten.

- Das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern übertrifft weiterhin deutlich das der Industrieländer. Zwar führt in China das neue Wirtschaftsmodell zu niedrigeren Wachs- >

Abb. 1 **Online-Durchdringung deutlich gestiegen**

Konsumgütermärkte verlagern sich derzeit Richtung Online-Lieferdienst (in USD Mrd.). Quelle: A. T. Kearney, Credit Suisse.





Risikodiversifikation

Harry Markowitz, der Mitbegründer der modernen Portfoliotheorie, zeigte 1952, wie das Risiko durch Diversifikation gesenkt werden kann. Oder wie die bekannte Börsenweisheit besagt: «Nicht alle Eier in einen Korb legen». 1990 wurde Harry Markowitz der Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften verliehen.

tumsraten als in der Vergangenheit, das Wachstum im Konsumsektor ist jedoch ungebrochen hoch und beschleunigt sich sogar noch. In China und anderen Schwellenländern bevorzugen wir daher Konsumgüteraktien, weil sie von diesem dynamischen Trend profitieren.

- Die Konsumgewohnheiten ändern sich weltweit. Die Digitalisierung etwa ist ein langfristiger Trend, der traditionelle Konsummuster und Produktionsprozesse zunehmend aufbricht – nicht zuletzt wegen der massiven Verlagerung von «offline» zu «online». Sogenannte «disruptive Digitalisierer» – also Unternehmen, die traditionelle Märkte mit neuen digitalen Produktions- und Vertriebsformen revolutionieren – dürften immer mehr Marktanteile gewinnen, was im Gegenzug zu überdurchschnittlichen Gewinnzuwächsen und Aktienerträgen führen sollte. Die Digitalisierung nützt durch effektivere und effizientere Plattformen nicht nur Produzenten, sondern auch den Endverbraucher. Als Technik ist sie somit nicht nur im IT-Bereich präsent, sondern durchdringt auch viele andere Sektoren wie Gesundheitswesen (z. B. Hersteller medizinischer Geräte), Medien (z. B. digitale Werbeträger), Unterhaltung (z. B. Gaming) und Industrie (z. B. Hersteller von Agrartechnik).

Renditequellen

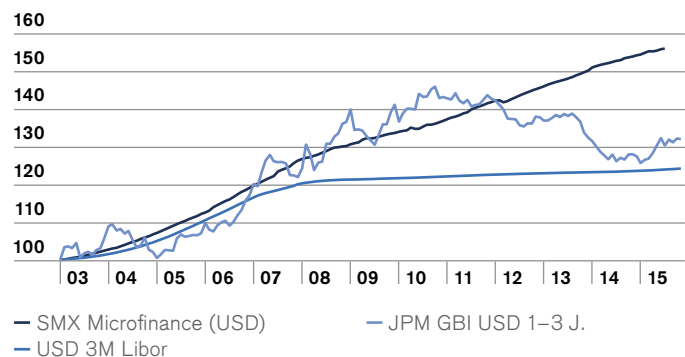
Selbst wenn die US-Notenbank Fed versucht, die Zinsen langsam zu normalisieren, verharren diese in vielen anderen entwickelten Regionen doch weiter auf einem extrem tiefen oder gar negativen Niveau. Die Suche nach Mehrrendite dürfte damit schwierig bleiben. Anleger können Rendite erzielen, indem sie in Anleihen mit einer längeren Laufzeit investieren und ein Durationsrisiko auf sich nehmen oder indem sie Kreditrisiken eingehen. Unsere Empfehlung spricht klar für Kreditrisiko. Anlagegelegenheiten mit attraktiven Risiko-Rendite-Eigenschaften lassen sich in zwei grossen Bereichen finden:

- Schwellenmarktanleihen in Hartwährung bieten nach wie vor einen deutlichen Renditevorteil gegenüber ihren Pendanten aus den Industrieländern. Da sich das Wachstum in wichtigen aufstrebenden Emittentenländern – Ländern, deren Wirtschaft und Anleihen erhebliche Rückschläge erleiden mussten – weiter erholen dürfte, sollten deren Staats- und Quasi-Staatsanleihen die besten Gelegenheiten für Anleger bieten. Dies zeichnet sich auch langsam bei den Kapitalflüssen ab. Bei auf Lokalwährung lautenden Schwellenmarktpapieren ist

Abb. 2 **Mikrofinanz bietet Zusatzrenditen**

Performance Jan. = 100

Quelle: Credit Suisse/IDC. Letzter Datenpunkt: 01.10.2016



der erwartete Ertrag ebenfalls recht ansprechend, da hier die Renditen tendenziell höher liegen. Viele Währungen sind zudem unterbewertet, was für zusätzliches Aufwärtspotenzial gegenüber den Hauptwährungen sorgt.

- Weitere renditesteigernde Gelegenheiten lassen sich im Finanzsektor finden. Hier bieten nachrangige Papiere nach wie vor Renditen, die sowohl in den entwickelten als auch in den aufstrebenden Märkten zu den attraktivsten zählen. Ebenso können sich Hybridbonds, die Eigenschaften von Anleihen und Aktien besitzen, als interessante «Renditesteigerer» erweisen. In all diesen Fällen steht und fällt die Performance jedoch mit einer gründlichen Analyse der Emittentenqualität und der Anleihenmerkmale. Selektivität ist das A und O, wie verschiedene Bankenschocks im Jahr 2016 einmal mehr gezeigt haben.

Risikodiversifikation

Die zunehmend schwierigen Aussichten für Aktien und die üblichen Anleiheninvestments machen eine gute Risikostreuung unverzichtbar. Da wir unsere Themen in einem Portfoliokontext zu positionieren versuchen, sind wir auch ständig auf der Suche nach Themen, die dem Anleger diese Diversifikation bieten – so wie die folgenden Beispiele.

- Nachhaltigkeit gewinnt unter Anlegern zunehmend an Attraktivität, nicht nur als Thema, sondern auch als Möglichkeit, den eigenen Überzeugungen in dieser Hinsicht Ausdruck zu



Digitalisierung

Die Digitalisierung ist ein allgegenwärtiges Phänomen moderner Gesellschaften. Einige Innovationen wie Online- und Mobile-Banking waren wahrscheinlich vorhersehbar. Mit anderen dagegen, etwa mit Roboter-Beratern oder der Blockchain-Technologie im Transaktionsbereich, könnte der Sektor völliges Neuland betreten.

verleihen. Mit Blick auf den verstärkten Einsatz von Batterien in Elektrofahrzeugen und elektrischen Speichersystemen halten wir zum Beispiel Investitionen entlang der Wertschöpfungskette der Batterieproduktion für eines der vielversprechendsten Themen im kommenden Jahr. Es macht sich einen wachstumsstarken Markt zunutze und bietet einige Diversifikationsvorteile für traditionelle Aktienportfolios.

- Mikrofinanz ist ein thematischer Schwerpunkt aus dem Bereich Impact Investing, dem wirkungsorientierten Investieren. In einem Portfolio eröffnen sich ausserdem Diversifikationsvorteile, da Mikrofinanz-Investments kaum mit anderen Anlageklassen korrelieren und in einem Umfeld anhaltend tiefer Zinsen zudem noch durch eine geringe Volatilität und bessere Renditen bestechen. Mikrofinanzanlagen basieren auf kurzfristigen Krediten, die in einigen der ärmsten Länder der Welt vergeben werden, um dortigen Familien den Aufbau einer Existenz im Handel oder der Landwirtschaft zu ermöglichen.

Diese nicht abschliessende Liste zeigt, dass Anleger, die nach guten Anlagechancen suchen, nicht verzagen müssen. Unser allgemeiner Ausblick geht zwar nur von einer mässigen Ertragskraft der Kernanlageklassen aus, was jedoch thematische Investments kompensieren können, indem sie durch Ausnutzung einiger Wachstums- und Renditechancen für zusätzliche Erträge sorgen. Entscheidend für den Anlageerfolg ist hier – wie aber auch überall sonst – eine breite Streuung des Portfolios.

Private Equity: interessant für die Asset Allocation

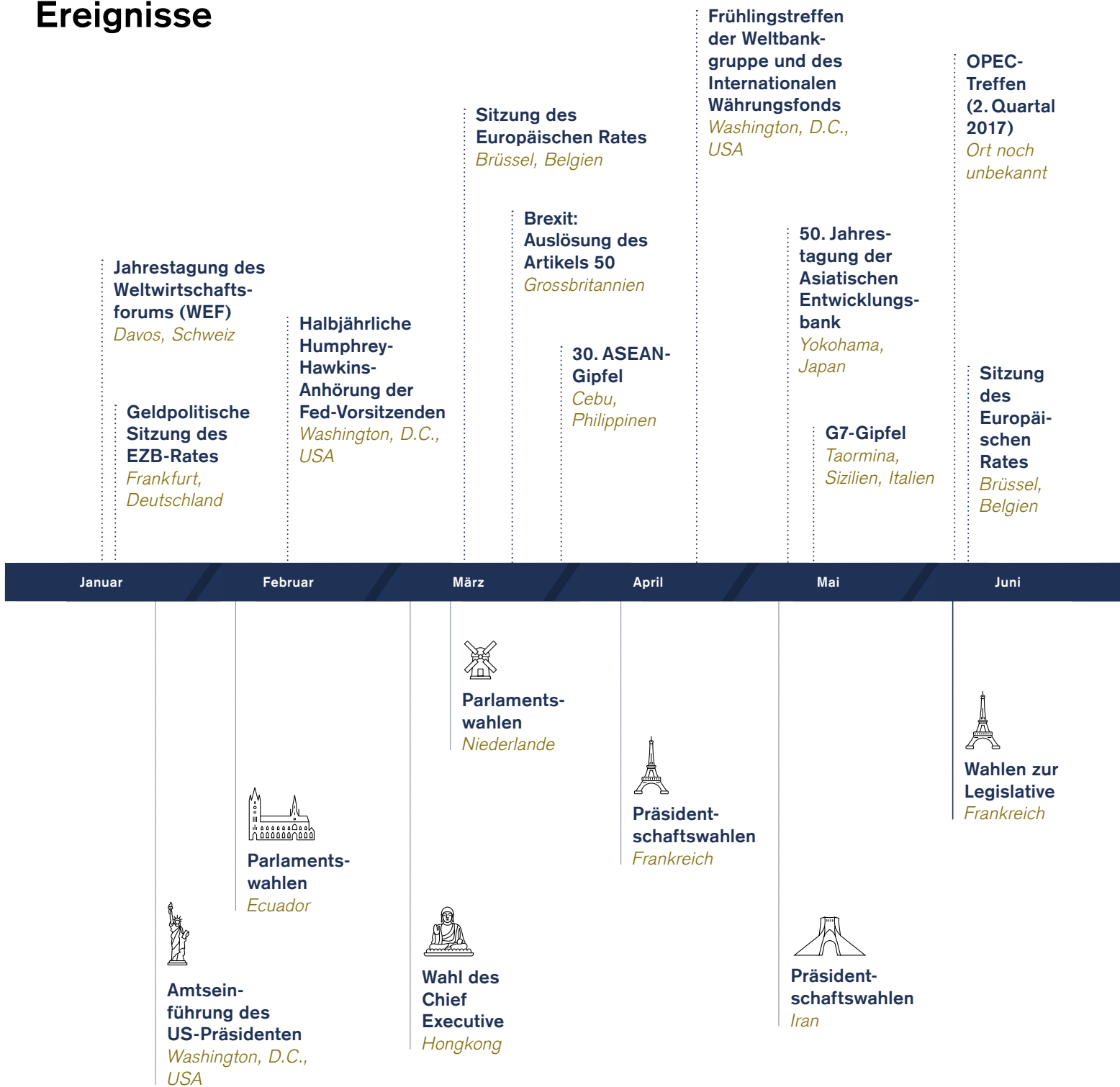
Zum Schluss möchten wir noch kurz auf Private-Equity-Anlagen eingehen, die zwar nicht gerade ein Thema, dafür aber ein interessanter Baustein für die Asset Allocation sind. Wie bei unserem jährlichen Portfolio-Gesundheitscheck erörtert, sind wir davon überzeugt, dass sich mit Private Equity gute risikobereinigte Zusatzerträge verdienen lassen. Anleger müssen dazu allerdings die Illiquidität und den langen Anlagehorizont tolerieren können, die sich aus den für diese Sub-Anlageklasse typischen langen Sperrfristen ergeben. Richtig angewendet, versprechen diese Investments jedoch Erträge mit einer relativ geringen, wenn auch positiven Korrelation zu den traditionellen Aktienmärkten. Die Auswahl guter Manager ist jedoch wichtig, denn nur das obere Quartil der Private-Equity-Fonds generiert eine Performance, die das Liquiditätsrisiko aus unserer Sicht ausreichend kompensiert. ■

Erkenntnisse für Anleger

- Trotz gedämpftem Wirtschaftswachstum weltweit können Anleger noch Gelegenheiten finden, um an überdurchschnittlichen Wachstumsraten zu partizipieren – sei es über Infrastrukturinvestitionen, digitale Disruptoren oder Konsumgüteraktien aus den Schwellenländern.
- Schwellenmarktbonds und nachrangige Finanzanleihen bieten einen Renditeaufschlag gegenüber traditionellen Anleihen- und Geldmarktanlagen.
- Nachhaltigkeitsbezogene Themen wie die Aktien von Unternehmen im wachstumsstarken Batteriemarkt können in einem Portfolio Diversifikationsvorteile bieten, ebenso wie wirkungsorientierte Mikrofinanzanlagen.

Kalender 2017

Die wichtigsten politischen Ereignisse



Umsetzung
MiFID* II im
nationalen Recht
der Mitglieds-
staaten
Europa

Halbjährliche
Humphrey-
Hawkins-
Anhörung der
Fed-Vorsitzenden
*Washington, D.C.,
USA*

G20-Gipfel
*Hamburg,
Deutschland*

Jackson-Hole-
Symposium zur
Wirtschaftspolitik
Wyoming, USA

31. ASEAN-
Gipfel
Philippinen

19. National-
kongress der
Kommunisti-
schen Partei
Chinas (Herbst
2017)
Peking, China

Jahrestreffen
der Weltbank-
gruppe und des
Internationalen
Währungsfonds
*Washington, D.C.,
USA*

Sitzung des
Europäischen
Rates
Brüssel, Belgien

OPEC-Treffen
(4. Quartal
2017)
*Ort noch
unbekannt*

APEC-
Gipfel
*Da Nang,
Vietnam*

Sitzung des
Europäischen
Rates
*Brüssel,
Belgien*

9. BRICS-
Gipfel
China

Juli

August

September

Oktober

November

Dezember



Präsidenten-
schaftswahlen
Indien



Präsidenten-
schafts-
wahlen
Singapur



Bundestags-
wahl
Deutschland



Parlaments-
wahlen
Norwegen



Wahlen zur
Legislative
*Tschechische
Republik*



Wahlen zur
Legislative
Argentinien



Präsidenten-
schafts-
wahlen
Südkorea

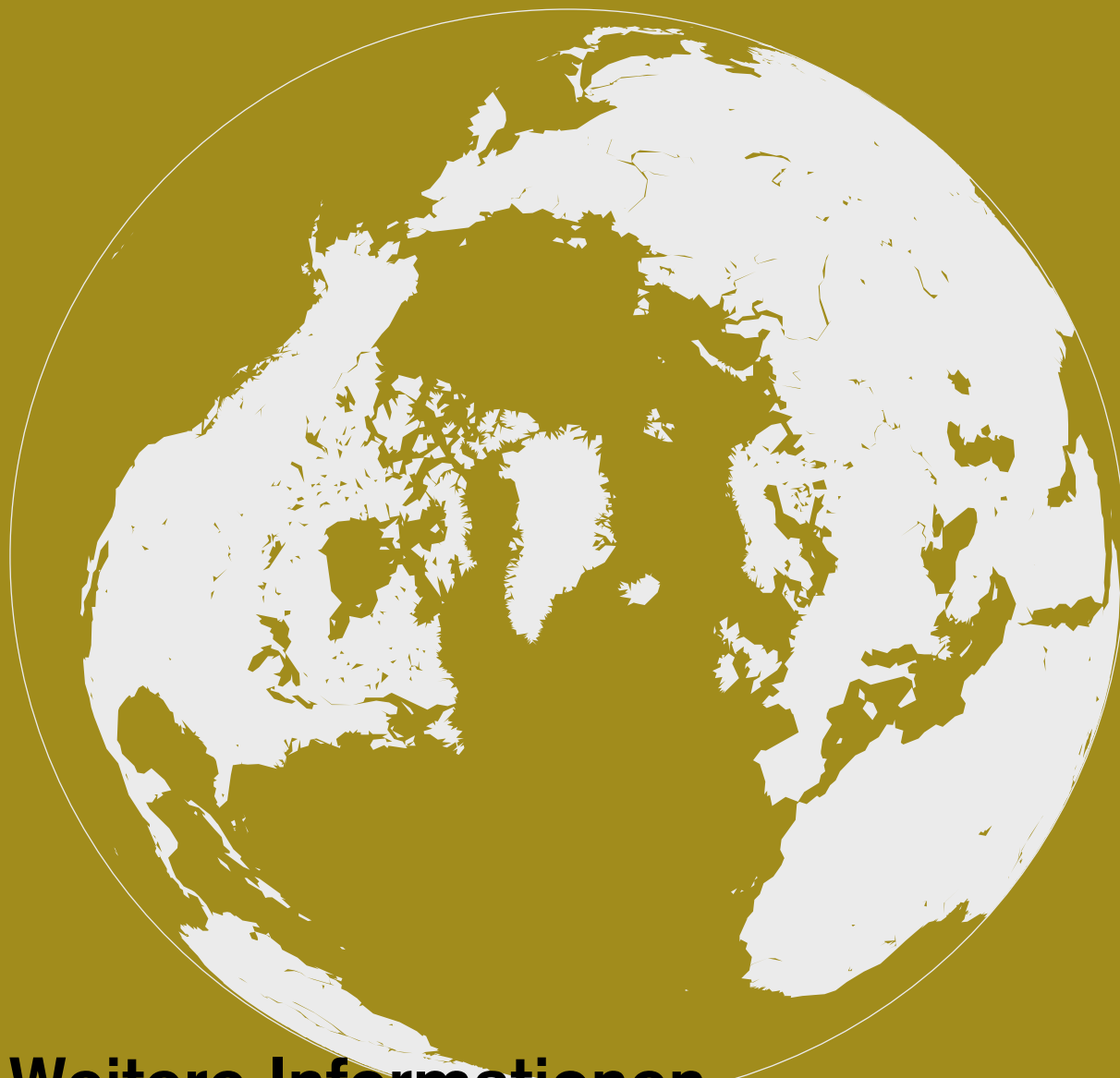


Parlamentswahlen
Neuseeland



Parlamentswahlen
Chile

*Markets in Financial Instruments Directive



**Weitere Informationen
zum Investment Outlook 2017
finden Sie auf der Website**
credit-suisse.com/investmentoutlook/de

Disclaimer

Risikowarnung

Dieser Bericht kann Informationen über Anlagen enthalten, die mit besonderen Risiken verbunden sind. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Zusätzliche Informationen erhalten Sie ausserdem in der Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel», die Sie bei der Schweizerischen Bankiervereinigung unter http://www.swissbanking.org/en/home/publikationen-link/shop_popup.htm?ID=11308 abrufen können.

Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse:

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Kurs, Wert und Ertrag der in diesem Bericht beschriebenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente können sowohl steigen als auch fallen. Der Wert von Wertpapieren und Finanzinstrumenten unterliegt Schwankungen von Kassa- bzw. Termin- und Wechselkursen sowie der Entwicklung von wirtschaftlichen Indikatoren, der Bonität von Emittenten oder Referenz-Emittenten usw. Diese Schwankungen und Entwicklungen können sich sowohl vorteilhaft als auch nachteilig auf den Ertrag bzw. den Kurs der betreffenden Papiere oder Instrumente auswirken. Beim Kauf von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten können Sie aufgrund von Schwankungen der Börsenkurse oder anderer finanzieller Indizes usw. einen Verlust oder einen den investierten Betrag übersteigenden Verlust erleiden. Dieses Risiko betrifft insbesondere Anleger in Wertpapieren wie beispielsweise ADRs, deren Wert von Wechselkursschwankungen beeinflusst wird.

Das in Anleihen angelegte Kapital kann abhängig vom Verkaufspreis, Marktpreis oder Änderungen der Rücknahmebeträge aufgezehrt werden. Bei der Anlage in derartige Instrumente ist Vorsicht geboten.

Provisionssätze für Maklergeschäfte entsprechen den zwischen der CS und dem Anleger vereinbarten Sätzen. Bei Transaktionen, die als Abkommen zwischen selbstständigen Händlern/Kommittenten (Principal-to-principal-Basis) zwischen der Credit Suisse und dem Anleger abgeschlossen werden, entspricht der Kauf- bzw. Verkaufspreis der Gesamtvergütung. Auf Principal-to-principal-Basis durchgeführte Transaktionen, einschliesslich ausserbörslicher (OTC) Transaktionen mit Derivaten, werden als Kauf-/Geldkurs oder Verkaufs-/Briefkurs angegeben, wobei zwischen diesen Kursangaben eine Differenz (Spread) bestehen kann. Gebühren für Transaktionen werden vor dem Handel gemäss den geltenden Gesetzen und Bestimmungen vereinbart. Bitte konsultieren Sie vor einem Kauf die handelsvorbereitende Dokumentation, in der Sie eine Erläuterung der Risiken und Provisionen usw. der jeweiligen Wertpapiere oder Finanzinstrumente finden.

Einige der in diesem Bericht behandelten Produkte weisen ein erhöhtes Mass an Volatilität auf. Anlagen mit erhöhter Volatilität können starken Wertschwankungen unterliegen, die zu Verlusten bei einer Realisierung der betreffenden Anlage führen können. Derartige Verluste können dem Wert der ursprünglichen Anlage entsprechen. Bei bestimmten Investments können die erlittenen Verluste den Wert der ursprünglichen Anlage sogar übersteigen. In einem solchen Fall müssen Sie die erlittenen Verluste durch zusätzliche Zahlungen decken. Die Rendite auf ein Investment kann fluktuieren, und gegebenenfalls wird ein Teil des für die ursprüngliche Anlage gezahlten Betrags für die Zahlung der Rendite verwendet. Bestimmte Investments können gegebenenfalls nicht ohne weiteres realisiert werden, und der Verkauf bzw. die Realisierung der betreffenden Instrumente kann sich als schwierig erweisen. Ebenso kann es sich als schwierig erweisen, zuverlässige Informationen zum Wert eines Investments oder den damit verbundenen Risiken zu erlangen. Bitte wenden Sie sich bei Fragen an Ihren Relationship Manager.

Sensitivität

Die Sensitivitätsanalyse entspricht der Veränderung des Marktwerts (z. B. des Preises) eines Finanzinstruments bei einer bestimmten Veränderung eines Risikofaktors und/oder einer Modellannahme. Insbesondere der Marktwert eines Finanzinstruments kann durch Änderung der wirtschaftlichen, finanziellen und politischen Faktoren, wie u. a. Spot- und Forward-Zinsen oder Wechselkurse, sowie der Laufzeit, Marktbedingungen, Volatilität und Bonität des Emittenten oder Referenzemittenten beeinflusst werden.

Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Preis und der Wert der erwähnten Anlagen und alle daraus resultierenden Erträge können sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Ist eine Anlage in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können

Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie dies für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei diesen Entscheidungen unterstützen.

Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und Schuldner, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Anlageausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen in Schwellenmärkten ergeben, und Ihre Portfolio-Strukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern beraten lassen.

Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können. Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Mass an Risiko und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Marktbewegungen können zu erheblichen Verlusten oder sogar zu einem Totalverlust führen. Anleger in Immobilien sind Liquiditäts-, Fremdwährungs- und anderen Risiken ausgesetzt, einschliesslich konjunktureller Risiken, Vermietungsrisiken und solcher, die sich aus den Gegebenheiten des lokalen Marktes, der Umwelt und Änderungen der Gesetzeslage ergeben.

Private Equity ist eine Anlage eigenen privaten Kapitals in Unternehmen, die nicht an der Börse gehandelt werden (d. h. die nicht börsennotiert sind). Private-Equity-Investments sind generell illiquide und werden als langfristige Anlage betrachtet. Private-Equity-Investments, auch die in diesem Dokument beschriebene Anlage, können die folgenden zusätzlichen Risiken aufweisen: (i) vollständiger Verlust oder Verlust eines erheblichen Teils des vom Anleger eingesetzten Kapitals, (ii) aufgrund von Vergütungen, die auf der Wertentwicklung basieren, besteht für Anlageverwalter möglicherweise ein Anreiz, riskantere oder spekulativere Anlagen vorzunehmen, (iii) mangelnde Liquidität, da eventuell kein Sekundärmarkt existiert, (iv) Volatilität der Renditen, (v) Restriktionen bei der Übertragung, (vi) eventuell fehlende Diversifizierung, (vii) hohe Gebühren und Aufwendungen, (viii) keine oder wenige Vorschriften zur Bereitstellung regelmässiger Kursermittlungen und (ix) komplexe Steuerstrukturen und Verzögerungen bei der Weitergabe wichtiger Steuerinformationen an Anleger.

Zins- und Ausfallrisiken

Die Werthaltigkeit einer Anleihe hängt von der Bonität des Emittenten bzw. des Garanten ab. Sie kann sich während der Laufzeit der Anleihe ändern. Bei Insolvenz des Emittenten und/oder Garanten der Anleihe ist die Anleihe oder der aus der Anleihe resultierender Ertrag nicht garantiert und Sie erhalten die ursprüngliche Anlage möglicherweise nicht oder nur teilweise zurück.

Allgemeiner Haftungsausschluss/ Wichtige Information

Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem CS Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten.

Die Bezeichnung «Credit Suisse» ist die globale Marketingmarke für Dienstleistungen der Geschäftsfelder Investment Banking, Asset Management und Privat Banking, die von Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen der Credit Suisse Group angeboten werden. Jede Gesellschaft der Credit Suisse Group ist unterschiedlichen Regulierungsanforderungen unterworfen, weshalb gewisse Produkte und Dienstleistungen möglicherweise nicht in allen Ländern und nicht für alle Arten von Kunden verfügbar sind. Es gibt keinerlei Absicht, Produkte und Dienstleistungen in Ländern oder Jurisdiktionen anzubieten, in welchen dies gemäss dortgeltendem Recht Gesetze verletzt.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG oder ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter folgender Adresse: <http://www.credit-suisse.com>

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG: Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktcommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. Etwaige Fragen zu den im vorliegenden Bericht behandelten Themen oder zu Ihren Anlagen sind direkt an Ihren lokalen Relationship Manager oder Ihren Kundenberater zu richten.

PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN: Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die Credit Suisse, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlageleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Dieses Material enthält nicht alle Informationen, denen Sie möglicherweise Rechnung tragen möchten, und es berücksichtigt auch nicht Ihre individuelle Situation oder Ihre individuellen Umstände. Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren, um die spezifischen Implikationen etwaiger Investments in Bezug auf Ihre persönliche finanzielle Situation zu verstehen. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites beinhalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt

keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko.

Distribution von Research-Berichten

Sofern hier nicht anders vermerkt, wurde dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG erstellt und publiziert, die der Zulassung und Regulierung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht untersteht. **AUSTRALIEN:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale»-Kunden, definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, wird als australische Niederlassung eines ausländischen autorisierten Einlageninstituts («Foreign ADI») von der Australian Prudential Regulation Authority reguliert. Da es sich um ein Foreign ADI handelt, fallen Einlagen bei der Credit Suisse nicht unter die Vorschriften von Abschnitt 2 («Einlagensicherung») des Banking Act 1959 (Commonwealth). Daher unterliegen Einlagen bei der Credit Suisse nicht den Einlagenschutzbestimmungen des Banking Act. **BAHRAIN:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, herausgegeben, die durch die Central Bank of Bahrain (CBB) als «Investment Firm Category 2» zugelassen ist und reguliert wird. Der Sitz der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, ist Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Kingdom of Bahrain. **BRASILIEN:** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen ausschliesslich Informationszwecken. Sie stellen keinen Prospekt, keine Werbung, kein öffentliches Angebot, kein Angebot zum Verkauf von hier beschriebenen Wertpapieren und keine Empfehlung zum Kauf von hier beschriebenen Wertpapieren in Brasilien dar und sind unter keinen Umständen als solche auszulegen. Ein öffentliches Angebot oder der Verkauf von Wertpapieren findet nur statt, wenn eine gültige Registrierung bei der Brazilian Securities Commission vorliegt. Aufforderungen zur Angebotsabgabe, Angebote oder Verkauf sind in keinem Fall für die brasilianische Öffentlichkeit bestimmt und gelten in keinem Fall als öffentliche Angebote in Brasilien. Unter keinen Umständen können die in diesem Dokument enthaltenen Informationen als Anlageberatung ausgelegt werden. Die Brazilian Securities Commission hat das hierin enthaltene Material nicht geprüft. **DEUTSCHLAND:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Deutschland) AG herausgegeben, die der Zulassung und Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) untersteht. **FRANKREICH:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France mit Zulassung der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) als Investmentdienstleister herausgegeben. Die Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, untersteht der Aufsicht und Regulierung durch die Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution sowie der Autorité des Marchés Financiers. **GRIECHENLAND:** Der Vertrieb des vorliegenden Dokuments in Griechenland erfolgt durch die CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., Greece Branch, die im Allgemeinen Handelsregister in Athen (Nr. 126271460001) eingetragen ist und hinsichtlich ihrer Verhaltensregeln von der Bank von Griechenland sowie der Griechischen Kapitalmarktkommission überwacht wird. CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., Greece Branch, ist eine Niederlassung der CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. («CSLux»), ein ordnungsgemäss zugelassenes zur Credit Suisse Group gehörendes Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der finanzmarktrechtlichen Aufsicht der luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), unter der Anschrift 110, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg. Die Greece Branch ist auf Beratungsleistungen und damit verbundene Tätigkeiten spezialisiert. Alle übrigen Dienstleistungen, einschliesslich Portfoliomanagement, erbringt die Credit Suisse (Luxembourg) S.A. in Luxemburg. **GUERNSEY:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Channel Islands) Limited verteilt, einem rechtlich unabhängigen Unternehmen, das in Guernsey unter der Nummer 15197 und unter der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Channel Islands) Limited ist zu 100 % im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **HONGKONG:** Der vorliegende Bericht wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, herausgegeben. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als «Authorized Institution» der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut nach Massgabe der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs). **INDIEN:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), reguliert durch das Securities and Exchange Board of India als Research-Analyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Regis-

trierungsnr. INP00002478) und als Aktienhändler (Registrierungsnummern INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631). Der registrierte Firmensitz befindet sich in 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, India, T- +91-22 6777 3777. **ITALIEN:** Dieser Bericht wird in Italien einerseits von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, sowie andererseits von der Credit Suisse AG, einer Schweizerischen Bank mit Lizenz zur Erbringung von Bank- und Finanzdienstleistungen in Italien, verteilt. Die im vorliegenden Dokument erwähnten Finanzinstrumente können komplexer Natur sein und eignen sich deshalb möglicherweise nicht für Retail-Kunden. **ISRAEL:** Dieses Dokument wurde nicht von der Israel Securities Authority genehmigt und wird nur auf eine Art und Weise an in Israel Ansässige vertrieben, die kein «Angebot an die Öffentlichkeit» gemäss Abschnitten 15 und 15a des Israel Securities Law, 5728-1968, oder gemäss Abschnitt 25 des Joint Investment Trusts Law, 5754-1994, darstellt. Dieses Dokument darf weder für andere Zwecke vervielfältigt oder verwendet noch an andere Personen als jene, denen Kopien desselben zugestellt wurden, weitergegeben werden. Der Inhalt dieses Dokuments stellt weder eine Anlageempfehlung noch Anlagemarketing gemäss Regulation of Investment Counseling, Investment Marketing and Portfolio Management Law, 5755-1995, dar. **JAPAN:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No.66, Mitglied der Japan Securities Dealers Association, Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association, ausschliesslich in Japan verteilt. Credit Suisse Securities (Japan). **JERSEY:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften beaufsichtigt wird. Die Geschäftsadresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **LUXEMBURG:** Dieser Bericht wird durch die Credit Suisse (Luxembourg) S.A. vertrieben, einer durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassenen und regulierten Luxemburger Bank. **ÖSTERREICH:** Das vorliegende Dokument ist Marketingmaterial gemäss Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG) 2007 und ist nicht das Ergebnis einer Finanz- oder Research-Analyse. Es wird in Österreich durch die CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., Zweigniederlassung Österreich, vertrieben. Die Bank ist eine Niederlassung der CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., eines im Grossherzogtum Luxemburg ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstituts unter der folgenden Adresse: 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. Sie untersteht zudem der prudentialen Aufsicht durch die luxemburgische Finanzaufsicht Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grossherzogtum Luxemburg, sowie der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien, Österreich. **PORTUGAL:** Das vorliegende Marketingmaterial wird in Portugal durch die Credit Suisse (Luxembourg) S.A. – Sucursal Portugal, einen durch die Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) zugelassenen und regulierten Anlagendienstleister, vertrieben. Es bezieht sich auf die Dienstleistung Portfoliomanagement mit Verwaltungsmandat, die von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A., einem von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) in Luxemburg zugelassenen und regulierten Anlagendienstleister, erbracht wird. **QATAR:** Diese Informationen wurden durch die Credit Suisse (Qatar) L.L.C. ausgegeben; diese ist durch die Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) unter Lizenznummer 00005 zugelassen und wird durch sie reguliert. Alle damit zusammenhängenden Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen nur Geschäftskunden oder Markt-Gegenparteien (laut Definition der QFCRA) zur Verfügung sowie Privatpersonen, die auf eigenen Wunsch als Geschäftskunden eingestuft wurden, deren Nettovermögen QR 4 Mio. übersteigt und die über ausreichendes Finanzwissen, Erfahrung und Verständnis verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. Aus diesem Grund ist die Ausgabe an oder die Nutzung durch andere Privatpersonen untersagt. **SAUDI-ARABIEN:** Dieses Dokument darf im Königreich Saudi-Arabien ausschliesslich an die laut Vorschriften für Investmentfonds zugelassenen Personen vertrieben werden. Die Credit Suisse Saudi-Arabien haftet in vollem Umfang für die Korrektheit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und bestätigt, alle angemessenen Nachforschungen angestellt zu haben, sodass nach ihrem besten Wissen und Gewissen keine anderen Tatsachen vorhanden sind, durch deren Auslassung eine hierin getroffene Aussage irreführend würde. Die Capital Market Authority haftet nicht für den Inhalt dieses Dokuments, macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich seiner Korrektheit oder Vollständigkeit und schliesst ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste aus, die sich aus der Nutzung von Teilen dieses Dokuments ergeben oder infolge dessen entstehen. **SINGAPUR:** Dieses Dokument wird in Singapur von der Credit Suisse AG, Singapur Branch, verteilt, die über eine Lizenz der Monetary

Authority of Singapore zur Tätigkeit von Bankgeschäften gemäss dem Singapore Banking Act (Cap. 19) verfügt. Dieses Dokument wurde für die ausschliessliche Verteilung in Singapur an institutionelle Anleger, akkreditierte Anleger und fachkundige Anleger (jeweils gemäss der Definition in den Financial Advisers Regulations («FAR»)) erstellt und herausgegeben und wird von der Credit Suisse AG, Singapur Branch, auch an ausländische Anleger (gemäss der Definition in den FAR) verteilt. Aufgrund Ihres Status als institutioneller Anleger, akkreditierter Anleger, fachkundiger Anleger oder ausländischer Anleger ist die Credit Suisse AG, Singapur Branch, in Bezug auf sämtliche Finanzberatungsleistungen, die sie Ihnen gegebenenfalls erbringt, von der Einhaltung bestimmter Compliance-Anforderungen des Financial Advisers Act, Chapter 110, von Singapur («FAA»), der FAR und der im Rahmen dieser Verordnungen herausgegebenen Mitteilungen und Richtlinien befreit. Hierzu zählt die Befreiung von der Einhaltung der folgenden Vorschriften: Abschnitt 25 des FAA (gemäss Regulation 33(1) der FAR); Abschnitt 27 des FAA (gemäss Regulation 34(1) der FAR); Abschnitt 36 des FAA (gemäss Regulation 35(1) der FAR); und Abschnitte 25 bis 29 sowie 36 des FAA (gemäss Regulation 36(1) und (2) der FAR). *Empfänger in Singapur sollten sich bei sämtlichen Fragen, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Dokument ergeben, an die Credit Suisse AG, Singapur Branch, wenden.* **SPANIEN:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **VEREINIGTE ARABISCHE EMIRATE/DUBAI:** Diese Informationen werden durch die Credit Suisse AG (DIFC Branch) herausgegeben, die ordnungsgemäss durch die Dubai Financial Services Authority («DFSA») lizenziert ist und reguliert wird. Damit im Zusammenhang stehende Finanzdienstleistungen oder Produkte werden ausschliesslich professionellen Kunden oder Markt-Gegenparteien laut der Definition der DFSA zur Verfügung gestellt und sind nicht für andere Personen bestimmt. Der Sitz der Credit Suisse AG (DIFC Branch) ist Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, United Arab Emirates. **VEREINIGTES KÖNIGREICH:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern. **USA:** WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN USPERSONEN ABGEGEBEN WERDEN (IM SINNE DER REGULIERUNGSVORSCHRIFTEN GEMÄSS US SECURITIES ACT VON 1933, IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.



Nannette Hechler-Fayd'herbe ist Global Head of Investment Strategy bei Credit Suisse und Mitglied des Anlagekomitees der Credit Suisse. Sie ist zudem Chefredakteurin des Investment Outlooks 2017, der führenden Publikation der Bank. Nannette Hechler-Fayd'herbe ist Mitglied des Stiftungsrats der Credit Suisse Anlagestiftung in der Schweiz und sitzt im Verwaltungsrat der International Capital Market Association. Sie trägt einen Dokortitel der Universität Lausanne und ist Absolventin der École des Hautes Études en Sciences Sociales in Paris. Nannette Hechler-Fayd'herbe ist seit 1999 für die Credit Suisse tätig.

Impressum

Chefredakteurin

Nannette Hechler-Fayd'herbe

Mitherausgeber

Oliver Adler

Redaktionelle Unterstützung

Christa Jenni

Francis Piotrowski

Produktmanagement

Camilla Damm Leuzinger

Sebastian Zeuner

Designkonzept

C3 Creative Code and Content (Schweiz) AG

Redaktionsschluss

14. November 2016

Weitere Informationen

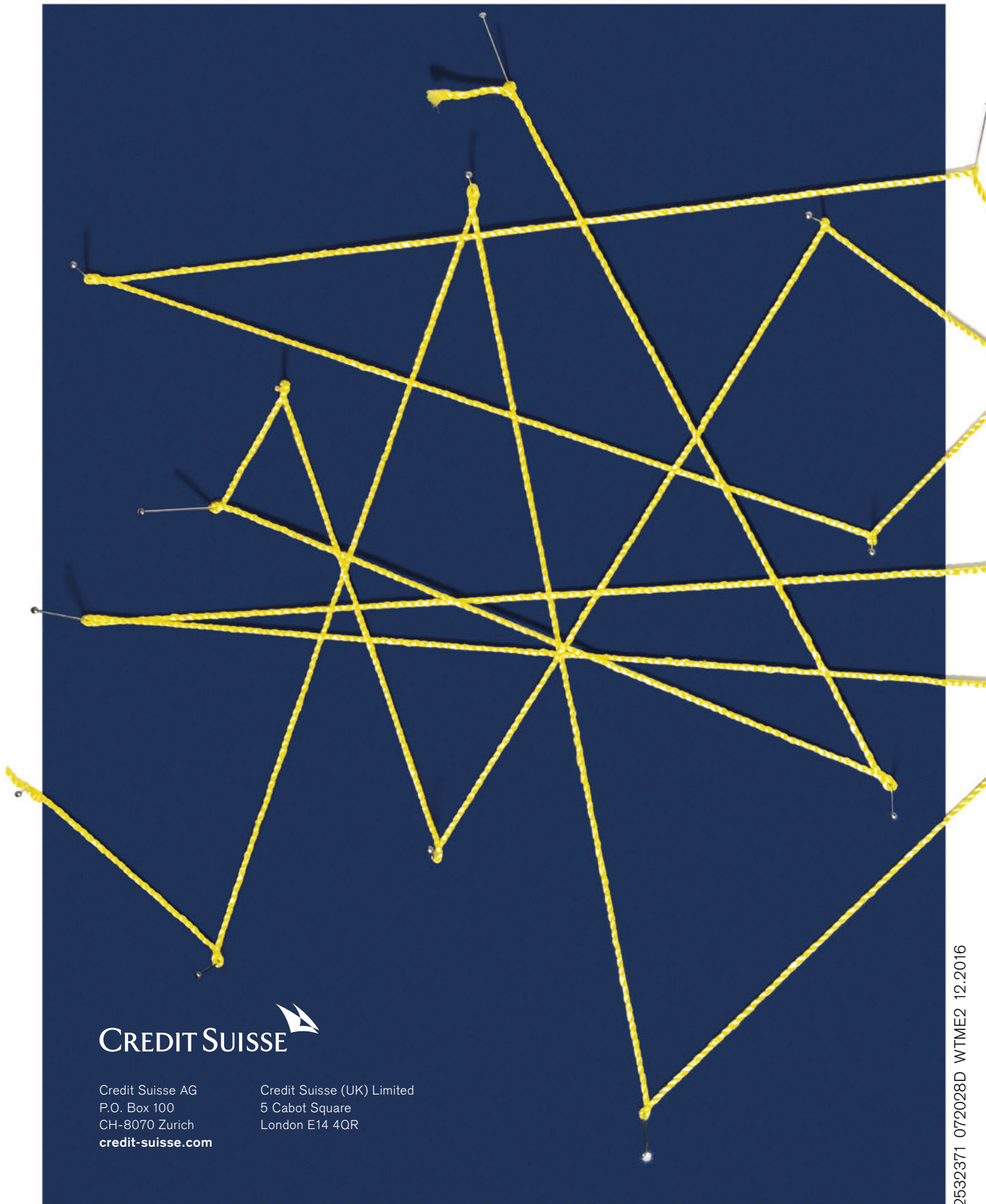
www.credit-suisse.com/investmentoutlook/de

Bildquellen:

Mathias Hofstetter (Titelseite); hibrida13/VectorStock (S. 6, S. 62); onurdongel/gettyimages, JackF, kalimf/iStock by gettyimages (S. 10); thenounproject.com (S. 10, 11, 60, 61); finevector/iStock by gettyimages (S. 14); elenabs/iStock by gettyimages (S. 15); MattGrove/gettyimages (S. 20); AlonzoDesign/gettyimages, freepik.com (S. 21); ChrisGorgio/iStock by gettyimages (S. 23); Daniel Villeneuve, aoshlick/iStock by gettyimages (S. 26); kereviz/iStock by gettyimages (S. 27); Pete Ryan/gettyimages (S. 29); Steve Vidler/Alamy Stock Foto (S. 30); de.toonpool.com (S. 49); Heidi Taillefer/Illustration Source (S. 50); Andrey Lobachev/shutterstock (S. 51); Evgeniy Ivanov/gettyimages (S. 53); sorbetto/gettyimages, CSA Images/Archive/gettyimages (S. 55); duncan1890/gettyimages (S. 57); Hana Schwarzova1/gettyimages (S. 58); malerapaso/gettyimages (S. 59)

Textquellen:

New York Times, Credit Suisse, federalreserve.gov, Oxford Dictionaries (en.oxforddictionaries.com), Bloomberg (bloomberg.com), Enterprise Risk Management Initiative (erm.ncsu.edu), Credit Suisse (GI 1.14), Global Entrepreneurship Monitor 2014 Women's Report, blog.oxforddictionaries.com, Financial Times, IMF, New York Times, Financial Times, OECD (oecd.org), economist.com, Financial Times, economist.com, Baltensperger and Kugler, The Historical Origins of the Safe Haven Status of the Swiss Franc, Aussenwirtschaft 67.2, Peter Drucker, Fortune Magazine, September 28, 1998, Migration Policy Institute (migrationpolicy.org), OECD (oecd.org), IMF (imf.org), Pew Research Center (pewresearch.org), The Guardian, Credit Suisse (GI 1.16), merriam-webster.com, Credit Suisse, Credit Suisse (IO 2016), National Public Radio, Smithsonian Magazine, New York Times, Smithsonian Institution, merriam-webster.com, Britannica.com, Oxford English Dictionary, Facebook (newsroom.fb.com), Frost & Sullivan, nobelprize.org



CREDIT SUISSE 

Credit Suisse AG
P.O. Box 100
CH-8070 Zurich
credit-suisse.com

Credit Suisse (UK) Limited
5 Cabot Square
London E14 4QR