

# Investment Outlook 2016

---

## Die Weltwirtschaft und die Märkte

Verhaltenes Wachstum,  
weiterhin niedrige Inflation,  
mässige Renditen

## Portfolio Review

Jährliche Bestandesaufnahme  
des Portfolios und  
Anpassung der strategischen  
Vermögensallokation

---

## In Zahlen

Abbildungen entscheidender  
langfristiger Anlagetrends

## Themes in Portfolios

Unsere wirkungsvollsten  
Anlageideen

## Risiken 2016

Wie bekannte und unbekannte  
Variablen die Märkte  
beeinflussen könnten

---

## Schwellenländer

Welche Faktoren werden die  
Performance 2016  
beeinflussen?

## Liquidität zählt

Anlagestrategien für weniger  
liquide Märkte

## Ungenutzte Chancen

Suche nach «versteckten»  
Anlagetrends



# Inhalt

Investment Outlook 2016	5
Vorwort	6
Editorial	7

## Im Blickpunkt

### Die Weltwirtschaft und die Märkte

Verhaltenes Wachstum, weiterhin niedrige Inflation, mässige Renditen	11
--	----

### Portfolio Review

Jährliche Bestandesaufnahme des Portfolios und Anpassung der strategischen Vermögensallokation	22
--	----

### In Zahlen

Abbildungen entscheidender langfristiger Anlagetrends	27
---	----

### Themes in Portfolios

Unsere wirkungsvollsten Anlageideen	32
-------------------------------------	----

## Sonderbeiträge

### Risiken 2016

Wie bekannte und unbekannte Variablen die Märkte beeinflussen könnten	36
---	----

### Schwellenländer

Welche Faktoren werden die Performance 2016 beeinflussen?	43
---	----

### Liquidität zählt

Anlagestrategien für weniger liquide Märkte	51
---	----

### Ungenutzte Chancen

Suche nach «versteckten» Anlagetrends	57
---------------------------------------	----

**«Die Mitarbeiter und Ressourcen der Credit Suisse fokussieren darauf, die bestmöglichen Verwaltungs- und Beratungslösungen für die Anlagen unserer Kunden zu gewährleisten.»**

# Investment Outlook 2016

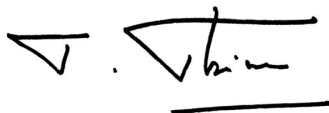


Ich betrachte es als grosse Ehre, das Vorwort zum Investment Outlook 2016 beizutragen. Wie in jedem Jahr ist der Investment Outlook der Zusammenarbeit unserer Teams in der gesamten Bank zu verdanken. Er beinhaltet eine Beurteilung der Risiken und Unwägbarkeiten, mit denen sich Anleger heute konfrontiert sehen, sowie Vorschläge für Portfoliostrategien. Wir hoffen, dass er Ihnen mit Blick auf 2016 als nützliche Orientierungshilfe für Ihre Entscheidungen dienen wird.

Die kommenden zwölf Monate dürften für Anleger nicht einfach sein. Daher besteht ein wichtiger Bestandteil des Mehrwerts, den wir unseren Kunden bieten darin, bei der Bewältigung aktueller Herausforderungen Unterstützung zu leisten: Dazu zählen ein uneinheitliches globales Wachstum, divergierende geldpolitische Massnahmen und die Gefahr der Illiquidität an einigen Märkten. Im Investment Outlook 2016 beleuchten wir für unsere Kunden geeignete Strategien für verschiedene Zeithorizonte und unterschiedliche Risikoprofile.

Die Mitarbeiter und Ressourcen der Credit Suisse fokussieren darauf, die bestmöglichen Verwaltungs- und Beratungslösungen für die Anlagen unserer Kunden zu gewährleisten. Der vorliegende Investment Outlook ist Beweis unseres Engagements und unserer Entschlossenheit, Sie bei der Verwirklichung Ihrer finanziellen Ziele für 2016 und darüber hinaus zu unterstützen.

Ich wünsche Ihnen ein erfolgreiches Jahr 2016.



Tidjane Thiam  
CEO Credit Suisse AG

# Vorwort



Iqbal Khan

**«Unser Ziel besteht weiterhin darin, Entwicklungen in der Weltwirtschaft und an den Kapitalmärkten frühzeitig zu erkennen und rasch darauf zu reagieren.»**

Ich freue mich, Ihnen unseren Investment Outlook 2016 präsentieren zu dürfen.

Diese Publikation soll Ihnen als Orientierungshilfe für das kommende Jahr dienen und enthält fundierte Research-Erkenntnisse zu einem breiten Spektrum von Themen, Regionen und Anlageklassen. Damit unterstreichen wir unseren Anspruch, Sie mit zeitgemässen, umsetzbaren Anlageideen für Ihr Portfolio zu bedienen.

Gestützt auf unser umfassendes globales Netzwerk hat unser Expertenteam eine sorgfältig zusammengestellte Auswahl an Beiträgen für Sie vorbereitet. Der Fokus liegt dabei auf wichtigen Aspekten, die es bei Anlageentscheidungen 2016 zu berücksichtigen gilt. Wir legen unseren globalen Kapitalmarktausblick, unsere Einschätzungen zur strategischen und taktischen Vermögensallokation und unsere persönliche Sicht auf die dringendsten Fragen dar, die sich dem Anleger heute stellen. Zu unseren Themen zählen die wesentlichen Risikofaktoren im Jahr 2016, die Liquidität und die Zukunft der Schwellenländer.

Ich hoffe, dass Ihnen der Investment Outlook 2016 eine anregende Lektüre bietet und Sie dabei unterstützt, in der Informationsflut der Finanzwelt echte Marktsignale von Störgeräuschen zu unterscheiden.

Unser Ziel besteht weiterhin darin, Entwicklungen in der Weltwirtschaft und an den Kapitalmärkten frühzeitig zu erkennen und rasch darauf zu reagieren. Wie immer arbeiten wir engagiert daran, Ihnen erstklassige Lösungen, Produkte und Beratung anzubieten.

Als Ergänzung zu dieser umfassenden Publikation werden in den kommenden Monaten exklusive Marktausblick-Seminare stattfinden.

Freundliche Grüsse

Iqbal Khan  
CEO International Wealth Management



Michael Strobaek



Giles Keating

**«Vorübergehende Turbulenzen könnten von einer Zinsstraffung der US-Notenbank, der verminderten Liquidität im Anleihensegment, China oder geopolitischen Faktoren ausgehen. Insgesamt zeichnet sich jedoch eine globale Expansion ab.»**

Im Verlauf der zahlreichen Marktturbulenzen der letzten Jahre konnte man mit Aktien aus Industriestaaten seit dem Höhepunkt der Finanzkrise im Jahr 2008 ansehnliche Renditen erzielen, wenn man für kurzfristige Volatilität gut gerüstet war. Lediglich 2011 erlitten Anleger, die in EUR- und USD-Papiere investiert hatten, moderate Verluste. Auch High-Yield- und Investment-Grade-Unternehmensanleihen entwickelten sich gut. Eine unterdurchschnittliche Performance fuhren hingegen (seit 2011) Anlagen in Rohstoffen und Schwellenländern ein.

Unsere im vorliegenden Ausblick dargelegte Analyse deutet darauf hin, dass sich dieses Muster im Jahr 2016 in ähnlicher Weise fortsetzen dürfte. Die Weltwirtschaft stösst weder an ihre Kapazitätsgrenzen, noch erlebt sie eine massive Flaute. Die Bankensysteme sind in gutem Zustand, und die Verschuldung scheint nicht mehr ganz so schwerwiegend. Ein rasches Wachstum ist angesichts der Bevölkerungsalterung (mit Ausnahme von Afrika und Indien) und der Sharing-Economy-Technologien, die nur wenig zum Bruttoinlandsprodukt beitragen, nicht zu erwarten. Angemessen bewertete Vermögenswerte bedürfen jedoch nicht unbedingt einer boomenden Konjunktur, um solide Renditen zu erzielen. Bei Redaktionsschluss (Ende 2015) lagen die Spreads von High-Yield- und Investment-Grade-Unternehmensanleihen knapp über ihrem jeweiligen 25-Jahres-Durchschnitt. Damit besteht ausreichend Spielraum, um die allmähliche Zinsstraffung der Fed zu bewältigen. Die Bewertungen von Aktien aus Industriestaaten liegen gemessen an ihrem Kurs-Gewinn-Verhältnis (nicht aber beim Kurs-Buchwert-Verhältnis) leicht über ihrer historischen Norm. Die operative Leverage (besonders in der Eurozone) und eine Konsolidierung der Ölpreise dürften dafür sorgen, dass das negative Gewinnwachstum des vergangenen Jahres in den mittleren bis oberen einstelligen Plusbereich steigt. Kurz gesagt sind wir der Ansicht, dass Aktien und Anleihen aus Industriestaaten gut positioniert sind, um auch im kommenden Jahr solide Renditen zu erzielen. Der US-Dollar dürfte erneut aufwerten, da die Fed die Vorreiterrolle im geldpolitischen Zyklus übernimmt. In den Schwellenländern ist ebenso wie bei Rohstoffen, von denen viele von ihnen abhängig sind, in absehbarer Zeit nicht mit einer überzeugenden allgemeinen Erholung zu rechnen.

Natürlich können immer Risiken bestehen, die nicht erkennbar sind. Straffungszyklen der Fed tragen in der Regel dazu bei, diese Risiken ans Tageslicht zu befördern, wenngleich nicht im ersten Jahr. Gleichermassen könnte 2016 jedoch mit einigen positiven Überraschungen aufwarten, zum Beispiel wenn die USA sich endlich einer Lösung für die Besteuerung repatriierter Gewinne aus dem Ausland und für Infrastrukturausgaben nähern oder sich die Anzeichen für ein steigendes Vertrauen in höheren Ausgaben niederschlagen, was sich in den Verbraucherumfragen in den USA und Europa bereits erkennbar zeigt.

Wir hoffen, dass der Investment Outlook 2016 für unsere Leser als Orientierungshilfe für das kommende Jahr von grossem Interesse sein wird.

Michael Strobaek  
Global Chief Investment Officer

Giles Keating  
Deputy Global Chief  
Investment Officer

**Im Blickpunkt**



---

## **Die Weltwirtschaft und die Märkte**

Verhaltenes Wachstum,  
weiterhin niedrige Inflation,  
mässige Renditen

---

## **Portfolio Review**

Jährliche Bestandesaufnahme  
des Portfolios und  
Anpassung der strategischen  
Vermögensallokation

---

## **In Zahlen**

Abbildungen entscheidender  
langfristiger Anlagentrends

---

## **Themes in Portfolios**

Unsere wirkungsvollsten  
Anlageideen





# Die Weltwirtschaft und die Märkte

## Verhaltenes Wachstum, weiterhin niedrige Inflation, mässige Renditen

---

**Oliver Adler**

Head of Economic Research

**Joe Prendergast**

Head of Financial Markets Analysis

**John Woods**

CIO Asia Pacific

**Anja Hochberg**

CIO Europe & Switzerland

**Michael O'Sullivan**

CIO UK & EEMEA

Die meisten Industrieländer dürften 2016 ein trendähnliches Wachstum verzeichnen. In vielen Schwellenländern hingegen wird die Anpassung inländischer und aussenwirtschaftlicher Ungleichgewichte das Wachstum weiterhin belasten. Das daraus resultierende Gesamtbild eines verhaltenen globalen Wachstums lässt eine allgemein niedrige Inflation erwarten. Mit der schrittweisen Zinserhöhung durch die US-amerikanische Federal Reserve dürften die Staatsanleihen der Kernländer magere Renditen erzielen. Für Unternehmensanleihen und Aktien rechnen wir mit besseren, wenngleich mässigen Renditen, und wir erwarten eine Aufwertung des US-Dollar.

Anfang 2015 prognostizierten wir ein reales globales Wachstum von etwa 3,5 %. Diese Prognose mussten wir seither schrittweise auf unter 3 % korrigieren (mit Gewichtungen der Kaufkraftparität als Messgrösse). Belastend auf das Wachstum wirkten sich sowohl langfristige Kräfte wie demografische Trends als auch die kurz- bis mittelfristige Wirkung restriktiver politischer Massnahmen und des Schuldenabbaus in den Schwellenländern nach früheren Kreditexzessen aus. Die Wachstumsverlangsamung sorgte für anhaltenden Abwärtsdruck

auf die Rohstoffpreise, der zusätzliche Belastungen für einige von Rohstoffexporten abhängige Länder mit sich brachte. In unseren Prognosen für 2016 (siehe Tabelle 1) haben wir versucht, dem langsameren langfristigen Wachstumstrend Rechnung zu tragen und zu beurteilen, inwieweit die Auswirkungen der kurzfristigeren Faktoren entweder anhalten oder sich umkehren werden.

### «Eine Straffung durch die Fed lässt magere Renditen bei US-Treasuries erwarten.»

Joe Prendergast

### Trendänderungen: Rückgang der Erwerbsbevölkerung und der Erwerbsbeteiligung in den Industrieländern

Der wichtigste demografische Trend war die Verlangsamung der Wachstumsrate und in einigen Fällen sogar ein Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in den Industrieländern. Am deutlichsten ist dieser Trend in Japan. Auch in Europa, insbesondere in Deutschland, ist er erkennbar. Hier fiel die zyklische Erholung jedoch stärker als erwartet aus, und der erhebliche Flüchtlingszustrom könnte in den kommenden ein oder zwei Jahren zunächst aufgrund der notwendigen Ausgaben und später durch die Verbesserung des Arbeitskräfteangebots das Wachstum ankurbeln. In der Schweiz fiel das Wachstum in den vergangenen Jahren aufgrund der starken Zuwanderung stärker als erwartet aus. In den kommenden Jahren dürfte diese Entwicklung jedoch nachlassen.

Tabelle 1

#### Wachstums- und Inflationsprognosen

	BIP			Inflation				BIP			Inflation		
	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E		2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
<b>Global</b>	3.2	2.9	3.3	3.0	3.0	3.6	<b>Asien (ohne Japan)</b>	6.3	6.0	6.1	3.2	2.4	3.0
<b>G-3</b>	1.5	1.9	1.9	1.3	0.2	1.5	<b>China</b>	7.4	7.1	7.0	2.0	1.5	2.1
<b>BRIC</b>	6.0	5.0	5.7	4.1	4.4	3.9	<b>Hongkong</b>	2.3	2.6	3.0	4.3	3.5	3.2
<b>EM-8</b>	5.8	5.3	5.6	3.9	3.4	3.7	<b>Indien (Geschäftsjahr)</b>	7.4	6.9	7.3	7.0	5.4	6.0
<b>USA</b>	2.4	2.5	2.3	1.6	0.1	1.9	<b>Indonesien</b>	5.0	4.7	5.1	6.3	6.7	5.2
<b>Kanada</b>	2.4	1.2	1.6	1.9	1.2	2.2	<b>Südkorea</b>	3.3	2.6	3.1	1.3	0.8	2.0
<b>Eurozone</b>	0.9	1.5	1.7	0.4	0.1	1.0	<b>Singapur</b>	2.9	1.8	2.1	1.0	-0.5	0.6
<b>Deutschland</b>	1.6	1.6	1.6	0.8	0.2	1.1	<b>Thailand</b>	1.0	2.5	3.0	1.9	-0.5	2.0
<b>Italien</b>	-0.4	0.7	1.5	0.2	0.2	0.7	<b>MOE &amp; Russland</b>	1.3	-0.6	1.7	6.4	10.6	6.1
<b>Frankreich</b>	0.2	1.1	1.3	0.6	0.2	1.1	<b>Polen</b>	3.5	3.5	3.5	0.0	-0.5	1.3
<b>Spanien</b>	1.4	2.9	2.7	-0.2	-0.4	1.0	<b>Russland</b>	0.6	-3.5	0.5	7.8	15.4	7.5
<b>Grossbritannien</b>	3.0	2.5	2.5	1.5	0.1	1.2	<b>Türkei</b>	2.9	3.2	2.8	8.9	7.7	7.2
<b>Norwegen</b>	2.2	1.2	1.5	2.0	2.0	2.0	<b>Lateinamerika</b>	1.1	-0.5	0.7	11.3	16.3	18.1
<b>Schweden</b>	2.3	2.7	2.7	-0.2	0.3	1.6	<b>Argentinien</b>	0.5	0.5	0.8	32.5	25.0	28.0
<b>Schweiz</b>	2.0	0.8	1.2	0.0	-1.0	0.0	<b>Brasilien</b>	0.1	-3.2	-1.2	6.3	8.8	6.4
<b>Japan-Pazifik</b>	0.5	0.8	1.4	2.6	1.0	1.3	<b>Mexiko</b>	2.1	2.6	3.0	4.0	2.7	3.5
<b>Japan</b>	-0.1	0.5	1.1	2.7	0.9	1.0	<b>Naher Osten &amp; Afrika</b>	3.2	3.1	3.0	5.1	5.6	5.7
<b>Australien</b>	2.7	2.2	2.4	2.5	1.8	2.3	<b>GCC</b>	3.4	3.4	2.8	2.8	3.1	3.4
<b>Neuseeland</b>	3.3	2.3	2.4	1.2	0.5	1.9	<b>Südafrika</b>	1.5	1.5	1.8	6.1	4.8	6.0

G-3: EWU, Japan, USA. EM-8: Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Südafrika, Südkorea und Türkei.

GCC: Bahrain, Katar, Kuwait, Oman, Saudi-Arabien, Vereinigte Arabische Emirate. Regionale Zahlen sind nach Kaufkraft gewichtet.

Quelle: Datastream, Credit Suisse

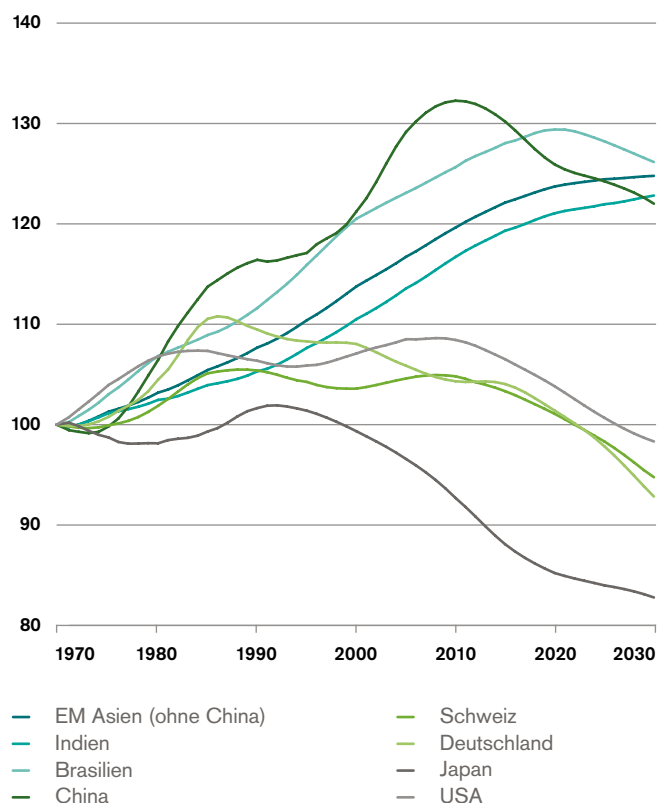
Eine grössere Überraschung war jedoch der ausgeprägte Abwärtstrend in der Erwerbsbeteiligung – besonders in den USA – infolge der Pensionierung der Babyboomer und einer geringeren Beteiligung von Frauen. Bis diese «Pensionierungswellen» abflauen, dürfte das Trendwachstum in den USA auf etwa 2 % sinken. Die japanische Regierung ist unterdessen bemüht, die Erwerbsbeteiligung von Frauen zu steigern, um das Wachstum anzukurbeln. Die Wirkung dieser Massnahmen wird aber vermutlich begrenzt bleiben, weil die Beteiligungsquote gar nicht so gering ist. In einigen Ländern wie Italien dürften Massnahmen zur Liberalisierung des Arbeitsmarktes diesbezüglich mehr Früchte tragen.

### Demografischer Wandel nun auch in den Schwellenländern

Die Schwellenländer, insbesondere China, sehen sich ebenfalls mit demografischen Herausforderungen konfrontiert. Die chinesische Bevölkerung wird voraussichtlich am Ende dieses Jahrzehnts ihren Höchststand erreichen, während die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter bereits schrumpft. Die im Oktober 2015 vom Fünften Plenum der Kommunistischen Partei gefällte Entscheidung zur Aufgabe der Ein-Kind-Politik wird allerdings erst frühestens nach einer Generation Wirkung auf diesen Trend zeigen. Weit aus entscheidender für den Wachstumstrend im nächsten Jahrzehnt wird die Frage sein, ob die Arbeitsproduktivität aufrechterhalten oder gar gesteigert werden kann. Dies erfordert eine Verlagerung von wenig produktiven Bereichen hin zu

Abbildung 1

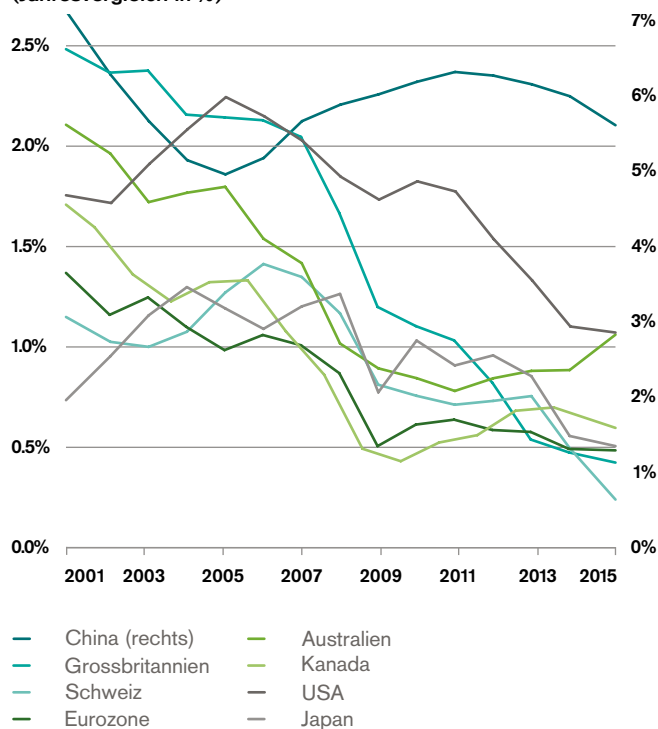
#### Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15–64 Jahre alt; 1970 = 100)



Quelle: Vereinte Nationen, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: 2015

Abbildung 2

#### Produktivitätstrends in ausgewählten Ländern (Jahresvergleich in %)



Quelle: OECD, Oxford Economics  
Letzter Datenpunkt: 2015

anderen mit höherer Produktivität und Reformen zur Steigerung der Effizienz. Schwellenländer in anderen Teilen der Welt, namentlich viele lateinamerikanische Länder, werden ebenfalls weniger von demografischen Faktoren profitieren als in den vergangenen Jahrzehnten. In der Türkei und in einigen Ländern des Nahen Ostens stellt sich die demografische Lage etwas günstiger dar, während in Indien und in einem Grossteil der afrikanischen Länder in den kommenden Jahrzehnten mit einem anhaltenden Bevölkerungsanstieg zu rechnen ist.

### Schwaches Produktivitätswachstum aufgrund verhaltener Investitionstätigkeit

Ein erkennbarer Trend, wenngleich weniger ausgeprägt als der demografische Wandel, ist der deutliche Rückgang des Produktivitätswachstums in den meisten Volkswirtschaften

im Anschluss an die Finanzkrise. Dieser Trend hielt auch an, als die Konjunkturerholung in den USA und anderen Industrieländern sich festigte.

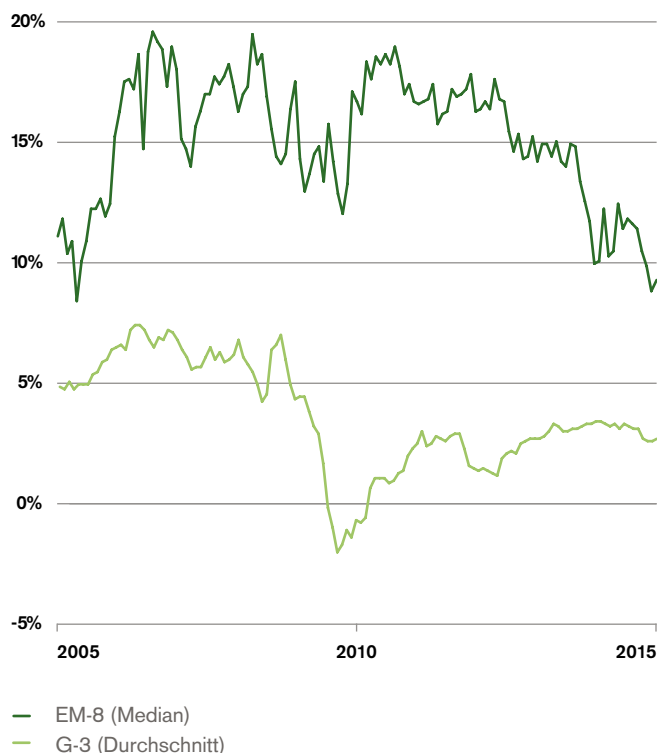
**«In den USA könnten die schwachen Produktivitätszahlen teilweise Ausdruck einer mangelhaften Messung der Sharing Economy sein.»**

Oliver Adler

Das schwache Produktivitätswachstum scheint im Wesentlichen durch eine Drosselung der Investitionsausgaben seit der Krise bedingt. Doch auch andere Faktoren, wie die zunehmende Bedeutung der Sharing Economy, die im BIP nicht vollständig erfasst werden, spielen möglicherweise eine Rolle. Einige

Abbildung 3

#### Zuwachs bei der Kreditvergabe durch Banken (Jahresvergleich)

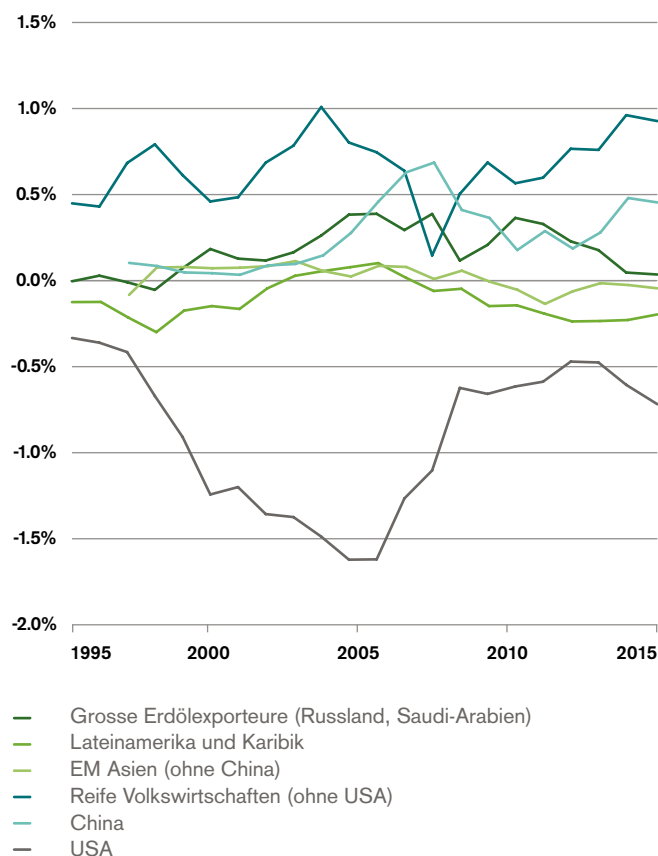


EM-8: China, Indien, Indonesien, Südkorea, Brasilien, Mexiko, Türkei und Südafrika  
G-3: USA, Eurozone, Japan

Quelle: Datastream, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: 10. November 2015

Abbildung 4

#### Leistungsbilanz (in % des globalen BIP)



Quelle: Bundesamt für Statistik  
Letzter Datenpunkt: 2015 (E)



Faktoren deuten darauf hin, dass diese Trends sich fortsetzen könnten. Zu ihnen zählt unter anderem auch die anhaltende Verlagerung hin zu einer dienstleistungsorientierten Wirtschaft, in der die Kapital- und Personalintensität von Natur aus niedriger ist. Rasche Fortschritte im IT-Bereich und die Ausbreitung kostengünstiger internetbasierter Dienstleistungen dürften ebenfalls zum Rückgang des erforderlichen Investitionsvolumens beitragen. In China könnte die Überkapazität in einigen Sektoren die Investitionsausgaben ebenfalls zügeln.

### **Die Schocks: Konjunkturverlangsamung in den Schwellenländern, Rückgang der Rohstoffpreise und finanzielle Belastungen**

Neben diesen langfristigen Trends haben in den vergangenen zwei bis drei Jahren auch eine Reihe wirtschaftlicher Schocks zur Konjunkturverlangsamung beigetragen: So führte die zweite Phase der von Griechenland ausgelösten Krise 2012–13 zu einer Rezession in der Eurozone, das «Taper Tantrum» verlangsamte vermutlich das Wachstum im 2. Quartal 2013, und die Krise in der Ukraine bedeutete Mitte 2014 ebenfalls einen Rückschlag für das europäische Wachstum. 2015 waren es in erster Linie die Schwäche der Erdöl- und Rohstoffpreise und die Konjunkturverlangsamung in China, die das Wachstum der Weltwirtschaft und insbesondere in den Schwellenländern bremsten.

**«In Lateinamerika dürfte die Rezession in Brasilien anhalten, zumal die Zinsen weiterhin hoch sind.»**

**Oliver Adler**

Die Schwäche der Rohstoff- und Energiepreise führte in Ländern mit einer mehr oder weniger stabilen Währung zu realen Einkommensgewinnen für Verbraucher und zu einer Reduzierung der Herstellungskosten in der Industrie. Dem standen erhebliche Einkommensverluste vieler rohstoffexportierender Schwellen- und Industrieländer gegenüber. Dadurch sank wiederum ihre Nachfrage nach Industriegütern aus China und anderen Ländern. Auch die Währungen dieser Länder werteten deutlich ab, was ihre Kaufkraft weiter aushöhlte. In einigen Fällen, namentlich in Brasilien, führte die Abwertung zu einem Teufelskreis, in dem der Wertverlust der Währung die Inflation verstärkte, eine geldpolitische Straffung auslöste und eine Finanzkrise verursachte. Die höheren Zinsen weckten in Verbindung mit den geschwächten Währungen Zweifel an der Tragfähigkeit von Anleihen in Lokal- und Hartwährungen.

### **Die Schwellenländer machen Fortschritte bei ihrer Neuausrichtung**

Rohstoffexporteure und andere, die unter Einkommensverlusten und der Währungsabwertung litten, reduzierten ihre Importe. In Verbindung mit den anziehenden Exporten verbesserte sich folglich die Leistungsbilanz der meisten Schwellenländer, wodurch sich ihre Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen verringerte. Diese Verbesserungen scheinen jedoch in einer Reihe von Ländern wie Brasilien, Südafrika, Indonesien und der Türkei unzureichend zu sein. Die Notenbanken dieser Länder müssen weiterhin einen recht straffen politischen Kurs halten. Überdies haben sich die Aussenhandelsüberschüsse bedeutender Ölausfuhrländer wie Russland und Saudi-Arabien durch ihre hohen strukturellen Haushaltsdefizite erheblich verringert.

### **Finanzielle Belastungen stellen weiterhin ein Risikoszenario dar**

Das Risikoszenario besteht darin, dass die Wachstumschwäche, die hohe Verschuldung, die hohen lokalen Zinsen und Kapitalabflüsse zu einem Zeitpunkt, zu dem die Fed sich auf Leitzinserhöhungen vorbereitet, in einigen der anfälligen Schwellenländer zu einer ausgewachsenen Finanzkrise führen könnten.

**«In den EMEA-Ländern kann sich Russland weiterhin von der Rezession erholen, während in Mitteleuropa eine Stabilisierung einsetzt. In Südafrika und in der Türkei könnte sich die Politik weiterhin belastend auf Vermögenswerte auswirken.»**

**Michael O'Sullivan**

Wir halten dies jedoch für wenig wahrscheinlich, weil die staatliche Auslandsverschuldung anders als in früheren Krisenzeiten allgemein gering ist, die Devisenreserven hoch sind und die Geldpolitik sich auf den Erhalt der finanziellen Stabilität konzentriert. Allerdings dürften die fortbestehenden finanziellen Schwachstellen die Lockerung der Geldpolitik in diesen Ländern verzögern, die zur Ankurbelung des Wachstums notwendig ist.

### **Volkswirtschaften in der Region Asien-Pazifik: Nachhaltiges Wachstum, da die schwache Entwicklung der Industrie durch Verbraucher, Dienstleistungen und Politik ausgeglichen wird**

Anders als in Schwellenländern mit fragilen Aussenbilanzen erreichten die Handels- und Aussenbilanzen Chinas 2015 vor allem aufgrund der rückläufigen Importe wieder einen erheblichen Überschuss. Die Exporte blieben unterdessen aufgrund der schleppenden externen Nachfrage und der realen

Wechselkursaufwertung schwach, was in einigen Branchen Überkapazitäten verursachte. Überdies führte der Bauboom im Anschluss an die Krise zu einer Flaute bei Wohnimmobilien. Die chinesischen Behörden reagierten mit einer allmählichen Lockerung ihrer Politik und einer Reduzierung des überschüssigen Immobilienbestands.

**«Das panasiatische Wachstum dürfte moderat zulegen. Es besteht indessen das Risiko, dass die Märkte eine vorübergehende Konjunkturverlangsamung, insbesondere in China, abstrafen könnten.»**

John Woods

Die Preise stabilisierten sich oder stiegen sogar. In Anbetracht der starken Arbeitskräftenachfrage in den Städten und des Lohnanstiegs im oberen einstelligen Bereich dürften die Konsumausgaben – insbesondere im Dienstleistungsbe-

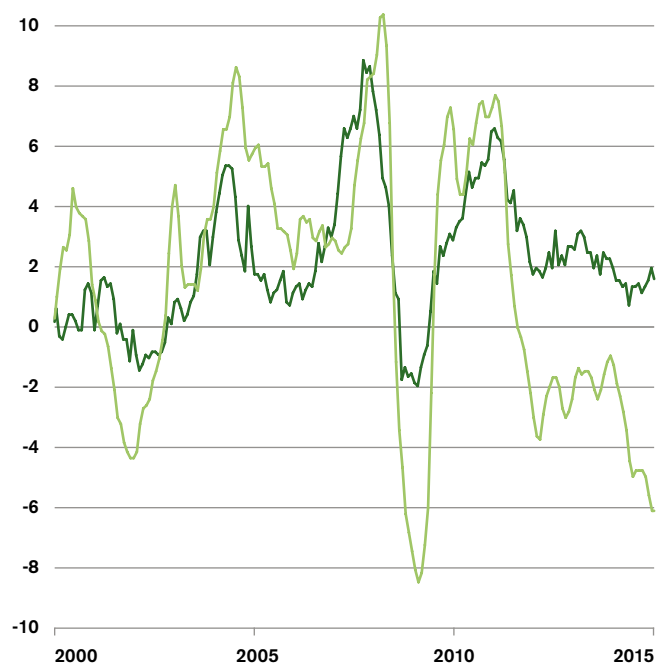
reich – unserer Einschätzung zufolge 2016 ein BIP-Wachstum ermöglichen, das in etwa bei der Zielvorgabe der Regierung von 7 % liegt. Eine moderate Haushaltsexpansion dürfte ebenfalls zur Stabilisierung beitragen. Insgesamt halten wir angesichts der finanziellen Stärke Chinas eine «harte Landung» weiterhin für unwahrscheinlich, wenngleich die Binnen-nachfrage unzureichend erscheint, um das Wachstum im APAC-Raum oder in anderen Schwellenländern über die jüngsten schwachen Raten hinaus anzukurbeln.

### **Ungleichgewichte in Industrieländern weitgehend korrigiert**

Insgesamt bewegen sich die meisten Industrieländer unserer Einschätzung zufolge nunmehr in ruhigerem Fahrwasser, da die Ungleichgewichte allgemein nachgelassen haben. Die Haushaltsdefizite haben sich seit den globalen Finanz- und Eurokrisen deutlich verringert. Viele Länder sind aufgrund dessen finanziell weniger anfällig und verfügen sogar über ein wenig Spielraum für eine gemässigte Lockerung ihrer

Abbildung 5

#### **Deflation im chinesischen Industriesektor (Jahresvergleich in %)**

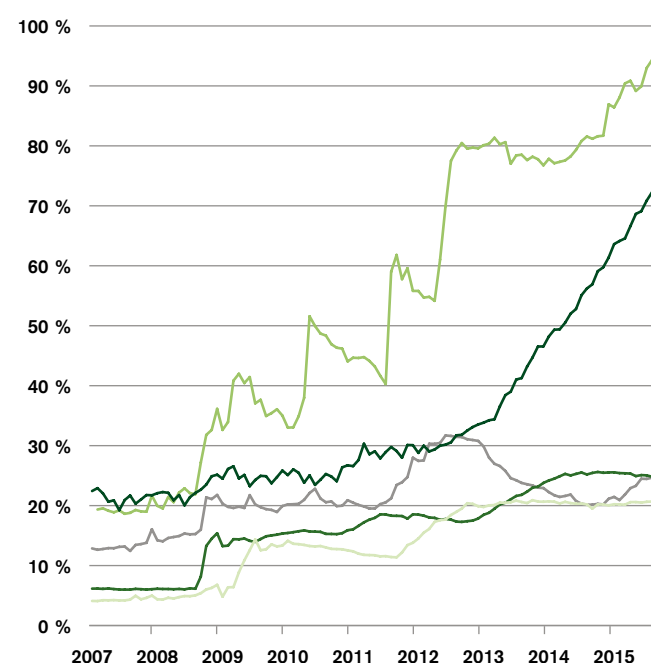


— Verbraucherpreisindex  
— Erzeugerpreisindex

Quelle: Datastream, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: 10. November 2015

Abbildung 6

#### **Bilanzen der Notenbanken (in % des BIP)**



— EZB — BoE  
— SNB — BoJ  
— Fed

Quelle: Datastream, Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: 10. November 2015



Haushaltspolitik. Besonders deutlich kommt dies in Deutschland und in den USA zutage. Die wahrscheinlich auch weiterhin äusserst niedrigen Fremdkapitalkosten dürften aber auch Ländern wie Italien ein wenig Luft verschaffen. Niedrige Energiepreise, niedrige Fremdkapitalkosten und besser kapitalisierte Banken dürften Konsumausgaben und die Immobilienmärkte stützen. Investitionsausgaben werden voraussichtlich ein Schwachpunkt bleiben, doch die Dynamik dürfte sich zumindest nicht verschlechtern.

#### Weitere Wachstumsbeschleunigung in Kontinentaleuropa und Japan, Stillstand in den USA, Australien und Kanada unterdurchschnittlich

Unter den Industrieländern werden jene Kontinentaleuropas unserer Einschätzung zufolge weiterhin die stärkste Dynamik aufweisen, zumal die lockere Geldpolitik und die schwache Währung Potenzial für private Konsumausgaben schaffen. Viele osteuropäische Länder bleiben aufgrund der niedrigen Lohnkosten wettbewerbsfähig und werden vom Konjunkturauf-

schwung in Westeuropa profitieren. In Griechenland deuten die Rekapitalisierung der Banken, die gelockerten Kapitalkontrollen und Fonds aus dem Juncker-Plan Potenzial für eine Wende an.

**«Die Erholung in der Eurozone dürfte sich gestützt auf die lockere Politik der EZB und den schwachen Euro auf den Konsum und die Exporte ausweiten. Die Flüchtlingskrise birgt jedoch politische Risiken.»**

Anja Hochberg

Grossbritannien dürfte seinen recht expansiven Kurs ebenfalls fortsetzen, zumal die Reallöhne steigen. Die bevorstehende Straffung dürfte allerdings Druck ausüben. Wir gehen nicht davon aus, dass sich die US-Konjunktur 2016 weiter beschleunigt, da die schrittweise geldpolitische Straffung, der stärkere US-Dollar und die nachlassende Flaute am Arbeitsmarkt belastend wirken dürften. Angesichts der leicht gelockerten Haushaltspolitik und der vorsichtigen Fed erscheint das Risiko einer stärkeren Abkühlung jedoch sehr gering.

Das Wachstum in Japan dürfte von seinem niedrigen Niveau aus ansteigen, wenn der negative Effekt der Wachstumsverlangsamung in China sich legt. Der Yen stabilisiert sich auf einem wettbewerbsfähigen Niveau, die Löhne steigen und auch die Investitionsausgaben verbessern sich ein wenig. Sollte die Transpazifische Partnerschaft (TPP) umgesetzt werden, würde sie die Wirtschaft grundsätzlich stützen. Die Wirkung dürfte sich jedoch nur schrittweise einstellen. In Australien und Kanada wird das Wachstum weiterhin durch die niedrigen Rohstoffpreise belastet. Die Expansion des Dienstleistungssektors, die Währungsabwertung und die Zuwanderung werden jedoch einen Puffer bilden.

**«In Japan dürften die fiskalpolitischen Impulse Anfang 2016 der Belastung durch eine weitere Erhöhung der Verbrauchssteuer entgegenwirken. Mittelfristig dürfte die TPP die schwachen demografischen Zahlen ausgleichen.»**

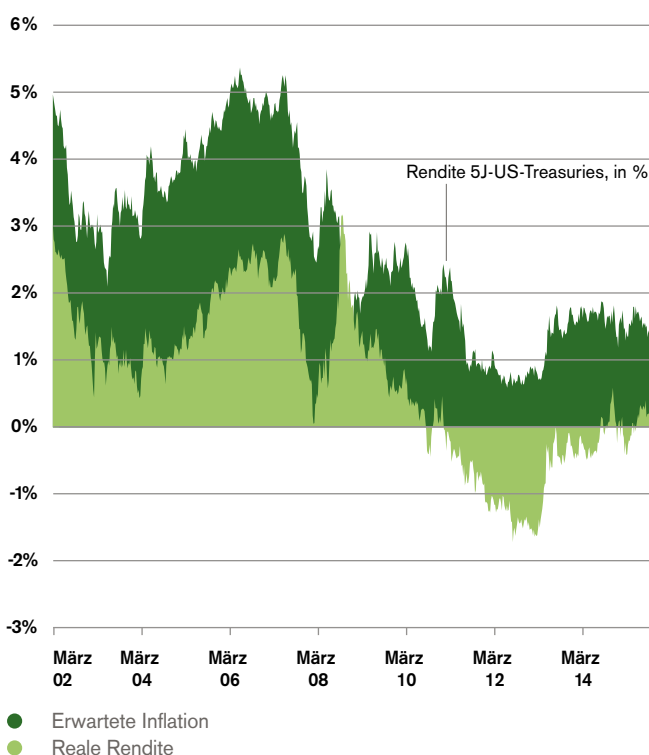
Soichiro Matsumoto, Chief Investment Strategist Japan

#### Wachstum in der Schweiz weiterhin durch Nachwirkungen des Währungsschocks belastet

Die Aussichten für die Schweizer Wirtschaft sind unserer Einschätzung zufolge gedämpfter als in anderen Industrieländern.

Abbildung 7

#### Reale Renditen nicht mehr vorhanden

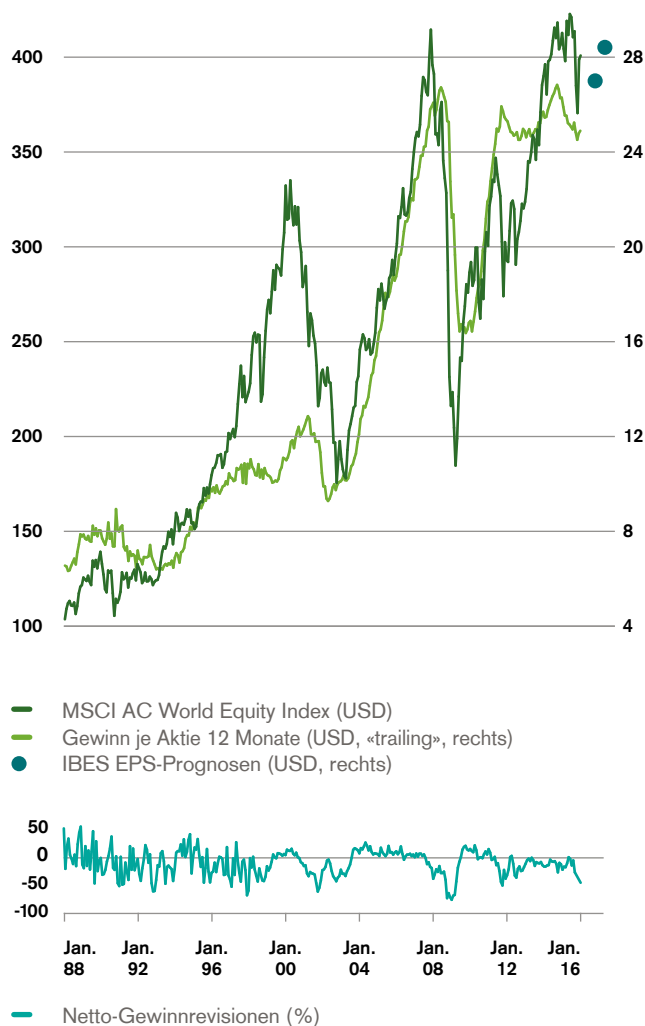


Quelle: Bloomberg, Credit Suisse/IDC  
 Letzter Datenpunkt: Oktober 2015

Grösste Belastung für die Wirtschaft bleibt der überbewertete Schweizer Franken, durch den die Exporte stark gelitten haben. In Anbetracht der schwachen Inlandsinvestitionen und der starken Outsourcing-Aktivität selbst im Dienstleistungssektor (einschliesslich Bankwesen) ist mit dem Verlust von Arbeitsplätzen zu rechnen. Unsicherheit hinsichtlich der bilateralen Verträge mit der EU und der künftigen Unternehmensbesteuerung dürfte einen weiteren Rückgang der Direktinvestitionen aus dem Ausland zur Folge haben. Schliesslich mehren sich auch die Anzeichen, dass der Bauboom der vergangenen Jahre seinen Höhepunkt überschritten hat.

Abbildung 8

#### Globale Aktien, Gewinn je Aktie und Gewinnrevisionen



Quelle: Datastream, IBES, Credit Suisse / IDC  
 Letzter Datenpunkt: 30. Oktober 2015

**«Die Schweizer Wirtschaft wird durch den starken Franken belastet. Zugleich wirkt sich die Erholung in der Eurozone aber stützend aus.»**

Anja Hochberg

#### Globales Wachstum zu schwach für einen Anstieg der Inflation, doch die Gesamtinflation könnte sich leicht erhöhen

Das Gesamtbild lässt darauf schliessen, dass die Weltwirtschaft ihren moderaten Wachstumskurs 2016 voraussichtlich fortsetzen wird, sofern keine unvorhergesehenen grösseren geopolitischen Schocks oder schwere politische Fehler auftreten. Das Wachstum wird jedoch unseres Erachtens zu schwach sein, um einen deutlichen Anstieg der Inflation zu bewirken. Die Preise von gehandelten Erzeugnissen dürften weiter fallen. Die Rohstoffpreise dürften allerdings allmählich von Investitions- und Produktionskürzungen profitieren. Folglich ist damit zu rechnen, dass die Gesamtinflation im Laufe des Jahres 2016 etwas ansteigt.

In den USA und in Grossbritannien, wo die Erholung bereits seit geraumer Zeit anhält, dürfte die Kerninflation im Inland sich ebenfalls schrittweise dem von den Notenbanken angestrebten Ziel von 2 % annähern, zumal die Arbeitslosigkeit sinkt und Dienstleister wieder mehr Preissetzungsmacht gewinnen. In Japan, in der Eurozone und in der Schweiz wird die Inflation aber voraussichtlich unter dem Ziel verharren. Auch in China, in den Schwellenländern im APAC-Raum und in Osteuropa dürfte die Inflation gedämpft bleiben. In Ländern, die in den vergangenen zwei Jahren entweder aufgrund von starken Währungsabwertungen (wie in Brasilien) oder hohen Staatsausgaben (wie in Indien) immer wieder unter einer hohen Inflation litten, dürfte die Inflation im Zuge der Währungsstabilisierung zurückgehen.

#### Weiterhin ausgeprägte Divergenz geldpolitischer Massnahmen

Der Ausblick für Wachstum und Inflation bestimmt letztlich auch den geldpolitischen Ausblick in den Industrieländern. Vor allem aber wird die US-amerikanische Federal Reserve voraussichtlich als erste Notenbank die Zügel anziehen. Die Bank of England dürfte in der ersten Hälfte des Jahres 2016 ihrem Beispiel folgen. Wir gehen davon aus, dass die Bank of Japan für geraume Zeit abwarten wird, nicht zuletzt, um eine erneute Währungsabwertung zu verhindern. Sollte die Inflation nicht wie gewünscht in Richtung Ziel steigen, können eine quantitative Lockerung oder eine Senkung der Zinsen in negatives Terrain nicht ausgeschlossen werden. In Anbetracht der Inflation, die weit unter dem Ziel liegt, und

verkleinerter Bilanzen wird die Europäische Zentralbank (EZB) unserer Einschätzung nach eine recht offensive Lockierungspolitik betreiben.

Die anhaltend expansive Politik der EZB lässt darauf schliessen, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) und die Notenbanken in Skandinavien und Osteuropa ihrem Beispiel folgen werden. Negative Zinsen dürften die Norm bleiben. Auch in den Schwellenländern dürften die geldpolitischen Massnahmen divergieren. Einige Länder, namentlich Mexiko, werden nach einer Zinserhöhung durch die Fed vielleicht auch ihre Zinsen anheben müssen. Infolgedessen würde sich der mexikanische Peso schneller stabilisieren als viele andere Schwellenländerwährungen. In anderen Ländern, in denen die Zinsen sehr hoch sind, ist bei einem Rückgang der Inflation eine allmähliche Lockerung denkbar. Die People's Bank of China und einige andere Notenbanken dürften ihre Lockierungspolitik aufgrund der hartnäckigen Disinflation ausweiten. Es ist jedoch nicht davon auszugehen, dass China eine deutliche Abwertung seiner Währung zulässt.

#### **Fed-Straffung dürfte den Rückgang globaler Renditen umkehren und den US-Dollar stärken**

Aus regionaler Sicht werden sich die Anleihenrenditen aufgrund der divergierenden geldpolitischen Massnahmen der Notenbanken möglicherweise weiterhin in entgegengesetzte Richtungen entwickeln. Das Ausmass der Kluft dürfte sich allerdings durch die Stärke des US-Dollar verringern. Gewiss besteht das Risiko, dass unerwartete negative Wachstumsüberraschungen einige Notenbanken zur Erwägung zunehmend radikaler Massnahmen veranlassen könnten. Unter anderem wäre eine weitere Senkung der Zinsen im negativen Bereich denkbar. Doch die aktuellen Anleihenrenditen scheinen dieses Risiko bereits teilweise eingepreist zu haben. Die Schweiz ist ein Extremfall: Bei der Aussicht auf eine potenzielle weitere geldpolitische Lockerung durch die EZB liegen die Renditen für 2-jährige Staatsanleihen bereits jetzt bei -1,0 % und für 10-jährige Papiere bei -0,3 %. Damit sind im Wesentlichen mindestens für die nächsten vier Jahre bereits Zinsen unter null eingepreist.

#### **«Für Anleger mit Schweizer Franken als Heimatwährung kann ein selektives Engagement in ausländischen Unternehmensanleihen die Wirkung negativer Renditen mindern.»**

Anja Hochberg

Für die Staatsanleihen der Kernländer scheint also 2016 nur wenig Aufwärtspotenzial, wohl aber einiges Abwärtspotenzial zu bestehen, zumal die Beiträge der Coupons nicht ausreichen,

um einen – wenn auch nur allmählichen – Renditeanstieg zu absorbieren. Diese Feststellung steht im Einklang mit unseren Kapitalmarkterwartungen, (die im nächsten Artikel ausführlicher besprochen werden und) die darauf schliessen lassen, dass die Renditen über die kommenden drei bis fünf Jahre unattraktiv oder sogar im negativen Terrain bleiben. Wer entweder Renditen oder Kapitalgewinne anstrebt, sollte sich 2016 woanders umschauen.

#### **Taktische, thematische, regionale und sektorspezifische Strategien, um den mässigen Wachstumstrend zu übertreffen**

Globale Aktien bieten unter allen Anlageklassen unseres Erachtens das grösste Potenzial. Mit einem hohen, aber nicht extremen Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15, einer Dividendenrendite von fast 3 % und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,9 Ende 2015 schneiden Aktien in allen Wachstumsszenarien ausser dem schwächsten im kommenden Jahr besser ab als Anleihen. Doch obwohl Aktien verglichen mit Anleihen attraktiv sind, werden die Renditen im historischen Vergleich womöglich niedrig ausfallen, denn die Bewertungen sind mittlerweile nicht mehr günstig, das Wirtschaftswachstum ist gedämpft und die Zinsen könnten steigen.

#### **«Aktien aus der Eurozone dürften von der Konjunkturerholung, dem Margenwachstum und dem schwachen Euro profitieren. Deutschland kann eine Outperformance erzielen. Spanien gerät wieder in den Fokus, während Italien in den Hintergrund tritt.»**

Anja Hochberg

Zur Ausschöpfung des Potenzials können Anleger einen aktiven taktischen Ansatz verfolgen: So können sie ihr Kapital im Falle von Rückschlägen und zunehmender Volatilität einsetzen, unabhängig davon, ob diese durch Wirtschaftsnachrichten, steigende Zinsen oder geopolitische Faktoren verursacht werden. Die frühen Phasen im Straffungszyklus der Fed (und ein allfälliger daraus resultierender Anstieg der Anleihenrenditen) könnten schon bald eine solche Chance bieten. Für eine Outperformance im Aktiensegment dürften sich auch thematische, regionale und sektorspezifische Entscheidungen als wesentlich erweisen. Die hohen Barmittelbestände der Unternehmen und die nach wie vor niedrigen Gewinnausschüttungsquoten dürften spezifische Themen rund um Fusionen und Übernahmen (M&A), Aktienrückkäufe und cashflowbasierte Dividendenerhöhungen weiterhin stützen. Von diesen Themen dürften unter den alternativen Investments auch auf M&A-Arbitrage ausgerichtete Hedge-Fonds profitieren.

**«Schweizer Aktien weisen einen attraktiven Mix aus defensiven Titeln, Partizipation an der globalen Erholung und Dividendenrenditen auf.»**

Anja Hochberg

Aus regionaler Sicht rechnen wir mit einer Outperformance von Aktien, die am meisten von der unkonventionellen geldpolitischen Lockerung betroffen sind, insbesondere Titel aus der Eurozone und der Schweiz. Ein besonderer Fokus liegt dabei auf an heimischen europäischen Verbrauchern orientierten Aktien, die von der Erholung des Konsumklimas und vom Kreditwachstum profitieren dürften. Aktien aus der Eurozone weisen unseres Erachtens am meisten Potenzial für Gewinnwachstum auf. Zusätzliches Aufwärtspotenzial entsteht durch die mögliche Verlängerung des quantitativen Lockerungsprogramms der EZB. Schweizer Aktien bleiben vor allem aufgrund ihrer Rendite attraktiv. Dies gilt in besonderem Masse für Anleger aus der Schweiz, deren einzige (unattraktive) Alternative negative Anleihenrenditen sind. Aus Sektorsicht bestanden in den letzten Jahren bedingt durch ungünstige strukturelle und zyklische Faktoren erhebliche Unterschiede, die nicht alle gleichermassen betreffen. Das mässige globale Wachstum, die Bevölkerungsalterung und das schwache Produktivitätswachstum legen eine Ausrichtung auf die Dienstleistungssektoren nahe, in denen eine zunehmende Nachfrage herrscht. Am deutlichsten erkennbar ist diese Nachfrage im Gesundheitssektor, der 2015 unter einer deutlichen Eintrübung der Stimmung litt (von der das Umsatzwachstum aber nicht betroffen war). Auch Large Caps im Technologiebereich scheinen eine naheliegende Wahl. Sie tragen in erheblichem Masse zu der allgemeinen Deflation an den klassischen Gütermärkten bei und profitieren zugleich teilweise davon.

**«Asiatische Aktien sind nach wie vor günstig bewertet, bieten Wertpotenzial und könnten 2016 Anleger anziehen, die nach Wert suchen. Wir bevorzugen IT, Gesundheit und einige Titel aus dem Telekomsektor.»**

John Woods

Sowohl vom Gesundheits- als auch vom Technologiesektor ist eine Outperformance zu erwarten. Insbesondere dürften sie besser abschneiden als die traditionellen Industriesektoren und stärker zinsabhängige Sektoren wie Versorger.

**Erneute Risikoauflage eröffnen im Laufe des Jahres 2016 Chancen**

Mit der Aussicht auf einen allmählichen Anstieg der Anleihenrenditen der Kernländer dürfte es Anlegern schwerfallen, im Fixed-Income-Segment Chancen für höhere Renditen und Wertzuwachs zu finden, die mit den globalen Aktienmärkten mithalten können. Der 2015 erkennbare Trend zu höheren Risikoprämien bei Unternehmensanleihen kann jedoch im Laufe des Jahres 2016 Chancen eröffnen. Anders als bei Staatsanleihen bestehen bei den Renditen von Unternehmensanleihen nunmehr bessere Aussichten, einen langsamen Aufwärtstrend bei Zinsen auszugleichen, und zwar ohne Ausfallrisiko. Unter den Investment-Grade-Anleihen bieten Floating-Rate Notes eine attraktive Alternative zum Laufzeitrisiko längerfristiger festverzinslicher (USD-)Anleihen und damit eine Absicherung gegen eine straffere Geldpolitik der Fed.

Für Anleger, die auf Renditen aus sind, stellen Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität die einzige gangbare Alternative zu Aktien dar. Doch sie sollten selbst hier beim Timing und bei der Auswahl von Anleihen Vorsicht walten lassen. Per Ende 2015 liegen die Spreads von Unternehmensanleihen insgesamt knapp über ihrem 25-Jahres-Durchschnitt. Sie spiegeln die Verschlechterung der Fundamentaldaten, die im US-Energiesektor besonders stark ausgeprägt ist, und allgemein die Aussichten auf die Straffung durch die Fed wider. Es bestehen kaum Zweifel daran, dass sich durch einen Straffungszyklus der Fed, mit dem strengere Kreditvergabekonditionen einhergehen, die Ausfallquote von Unternehmen in den kommenden Jahren erhöhen würde, insbesondere im High-Yield-Sektor. Zwar ist 2016 ein weiterer Anstieg der Risikoauflage bei Unternehmensanleihen denkbar, doch dadurch würden sich langfristige Anlagechancen bei Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität eröffnen.

Unsere Kapitalmarkterwartungen prognostizieren eine Rendite von rund 6 % bei globalen High-Yield-Anleihen im Einklang mit einem gemässigten Anstieg der Ausfallquoten im Zuge des Konjunkturschwungs. Der Schlüssel zu höheren Erträgen im High-Yield-Segment ist unseres Erachtens, insbesondere angesichts des Konjunkturschwungs, eine sorgfältig diversifizierte Auswahl von Kreditrisiken. Senior Loans sind erstrangig besicherte Bankdarlehen und bieten eine vergleichbare erwartete Rendite. Der Coupon ist zwar niedriger, doch die Rückgewinnungsquote bei einem Ausfall ist für gewöhnlich höher. Aus regionaler Sicht bevorzugen wir insbesondere europäische High-Yield-Anleihen. Die anhaltende Entschlossenheit der EZB zu Anleihenkäufen deutet darauf

hin, dass die Renditen auf dem Niveau der Trendrendite von 5,5 % liegen, von der wir in unseren Kreditmarkterwartungen ausgehen. Wandelanleihen sind im laufenden Zyklus ebenfalls eine attraktive Quelle für Renditen und Wertzuwachs.

### **Inflationsabsicherung**

In Anbetracht der aktuell niedrigen Renditen würde eines der Hauptrisiken im Fixed-Income-Segment in einem überraschenden Anstieg der Inflation bestehen, der eine offensivere Straffung durch die Fed sowie eine begrenzte oder überhaupt keine Lockerung in anderen Regionen verlangen würde. Inflationsgeschützte Anleihen stellen für dieses Szenario eine attraktive Absicherung dar. Auch dieser Marktsektor leidet unter niedrigen Renditen und wäre anfällig für einen deutlichen Anstieg der realen Renditen. Er bietet jedoch eine direkte und wirksame Absicherung gegen einen Anstieg der Inflation, der einem deutlichen Eingriff der Notenbanken vorausgehen würde. Rohstoffe sind eine bemerkenswerte Ausnahme von den erwarteten Trends und Absicherungen für 2016. Die Anlageklasse scheint zwar allgemein günstig zu sein, doch das Aufwärtspotenzial dürfte zumindest im kommenden Jahr durch Angebots- und Kapazitätsüberhänge begrenzt sein. Ein unerwartet starkes globales Wachstum würde eine deutliche Erhöhung der Renditen bei Rohstoffen verursachen. Daraus lässt sich ableiten, dass dieser Sektor eine Absicherung gegen ein überraschend hohes Wachstum bieten könnte. Ebenso wäre der Sektor jedoch äusserst anfällig für das Risikoszenario einer Rezession. Auch Gold könnte mit den geldpolitischen Massnahmen der Fed und der damit verbundenen Wirkung auf den US-Dollar erheblichen Schwankungen unterliegen.

**«Das EU-Referendum könnte das britische Pfund belasten, doch die Leitzinsanhebung der Bank of England wird sich voraussichtlich als aussagekräftigerer Indikator erweisen.»**

**Michael O'Sullivan**

### **Überlegungen zur Entwicklung von Währungen**

Wir gehen von einer erneuten Erstarkung des US-Dollar im Verlauf des Jahres 2016 aus. Bei anderen Währungen kann die Entwicklung natürlich unterschiedlich verlaufen. Die offensichtliche Zurückhaltung der Bank of Japan in Bezug auf negative Zinsen und eine weitere quantitative Lockerung Ende 2015 hat dazu geführt, dass der japanische Yen weniger anfällig ist als der Euro oder der Schweizer Franken. Sowohl in der Eurozone als auch in der Schweiz sind

die Leitzinsen schon längst in negativem Terrain. Das Pfund Sterling könnte hinter dem US-Dollar-Trend zurückbleiben, zumal die Bank of England einen Rückstand zur Federal Reserve aufweist. Das Schreckgespenst eines Referendums über den Verbleib in der EU vor Ende 2017 begrenzt das Potenzial ebenfalls. Sowohl der Yen als auch das Pfund Sterling dürften 2016 den Euro und den Schweizer Franken übertreffen. Letzterer dürfte gegenüber dem Euro in einer gewissen Spanne verharren, zumal auf eine neuerliche Lockerung der EZB anhaltende Eingriffe und mögliche weitere geldpolitische Massnahmen der Schweizerischen Nationalbank folgen dürften, um eine Rückkehr des EUR/CHF-Wechselkurses zu 1.00 zu vermeiden.

### **Unsere impliziten bevorzugten Vermögensallokationen**

Aus Sicht der Vermögensallokation sehen wir das grösste Potenzial darin, globale Aktien gegenüber globalen Anleihen zu bevorzugen. Im Aktiensegment bevorzugen wir Anlagen mit möglichst konsistenten Liquiditätsquellen, vor allem die Eurozone, und Sektoren, in denen Aufwärtstrends strukturell am stärksten abgestützt sind, d. h. Gesundheitswesen und Technologie. Bei Unternehmensanleihen hatte die Spread-Ausweitung 2015 erhebliche Risikoaufschläge zur Folge. Insgesamt scheinen die Ausfallrisiken für 2016 überbewertet zu sein, wodurch sich potenziell attraktive erwartete Renditen bieten. Selektivität auf Länder-, Sektor- und Emittentenebene ist jedoch entscheidend, zumal der Ausfallzyklus dreht und eine anhaltende Straffung durch die Fed das Risiko von Unternehmensereignissen in den kommenden Jahren vervielfachen würde.

Anleger sollten Wert auf eine starke Diversifikation legen, sich zunehmend auf die Selektivität von Renditequellen fokussieren und beim Einsatz ihres Kapitals eine taktische Ausrichtung verfolgen. Volatilität kann durch den Straffungszyklus der Fed, wirtschaftliche Schocks, Illiquidität oder geopolitische Faktoren verursacht werden, doch die Geduld der Anleger dürfte durch das zugrunde liegende Bild anhaltenden Wachstums belohnt werden.





# Portfolio Review

## Jährliche Bestandesaufnahme des Portfolios und Anpassung der strategischen Vermögensallokation

---

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

**Georg Stillhart**  
Head Asset Allocation Advisory





**Zahlreiche private und institutionelle Anleger überprüfen regelmässig – für gewöhnlich einmal jährlich – ihr Portfolio. Dabei prüfen sie, ob ihre Portfolios nach wie vor ihren strategischen Rendite- und Risikoparametern entsprechen oder ob aufgrund fundamentaler Veränderungen im Anlageumfeld Anpassungen notwendig sind. Diese strategischen Bestandesaufnahmen oder «Portfolio Reviews» stehen im Mittelpunkt dieses Beitrags. Sie ergänzen die häufigeren taktischen Anpassungen, die zur Berücksichtigung kurzfristiger Veränderungen an den Märkten und in der Wirtschaft notwendig sein können und mit denen wir uns in unserem Bericht des Anlagekomitees und unserem Investment Monthly regelmässig befassen.**

Der strategische Mix der Vermögenswerte im Portfolio ist einer der ausschlaggebenden Faktoren für Performance und Risiko. Eine regelmässige Bestandesaufnahme ist deshalb für die meisten Anleger empfehlenswert. Angesichts der extremen geldpolitischen Massnahmen gilt dies insbesondere für das aktuelle Umfeld, zumal viele Vermögenswerte über mehrere Jahre eine gute kumulierte Wertentwicklung erzielt haben, wodurch die Bewertungen anspruchsvoller geworden sind.

Die Credit Suisse empfiehlt den Anlegern, jedes Jahr solche Bestandesaufnahmen durchzuführen. Für Kunden, die uns die Verwaltung ihres Vermögens im Rahmen einer unserer diskretionären Anlagelösungen anvertraut haben, übernehmen wir diese Aufgabe. Zu unseren wichtigsten Arbeitsmitteln für diesen Zweck zählen unsere Kapitalmarkterwartungen (Capital Market Assumptions, CMAs). Diese Kapitalmarkterwartungen der Credit Suisse sind ein umfassendes Paket von Prognosen zur Gesamtrendite, von Volatilitäten und Korrelatio-

nen für 75 Anlageklassen. Sie werden erstellt, um unser Basisszenario und zwei Risikoszenarien (stark und schwach) für die Welt in den kommenden fünf Jahren zu stützen. Als Grundlage für die Kapitalmarktannahmen dienen die längerfristigen gesamtwirtschaftlichen Wachstumsprognosen unserer Bank sowie Inflations- und Leitzinsprognosen. Wir nutzen sie, um unsere empfohlenen Portfolioallokationen Tests zu unterziehen und realistische Vermögensprognosen für Zeiträume von mehr als einem Jahr zu simulieren.

### **Ungewöhnlich lange zyklische Erholung**

In unseren im Oktober 2015 aktualisierten Kapitalmarkterwartungen, die als Entscheidungsgrundlage für den Portfolioaufbau im Jahr 2016 gedacht sind, führten wir eine umfassende Bestandesaufnahme durch. Dabei kamen wir zu dem Schluss, dass die Weltwirtschaft in den kommenden fünf Jahren voraussichtlich dadurch geprägt sein wird, dass die meisten Industrieländer sich ihrem Potenzialwachstum über eine ungewöhnlich lange zyklische Erholung annähern. Zugleich dürfte die Inflation niedrig bleiben, während die Realzinsen sich weiterhin zwischen null und negativem Terrain bewegen. Nach wie vor rechnen wir mit unattraktiven oder gar negativen Renditen auf Staatsanleihen der Kernländer, zumal die Beiträge der Coupons immer seltener ausreichen, um die Wirkung eines Renditeanstiegs zu absorbieren (auch wenn er sehr langsam erfolgt). Im Anleihensegment erwarten wir die beste Entwicklung von Unternehmensanleihen mit geringerer Bonität und Wandelanleihen. Aktienrenditen schneiden sowohl gegenüber Anleihen als auch Geldmarktanlagen günstiger ab. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Renditen von Aktien aus Schwellenländern niedriger ausfallen als zuvor angenommen. Bei den alternativen Investments dürften Hedge-Fonds und asiatische Immobilienanlagen besser abschneiden als Rohstoffe, Gold und globale Immobilien. Im Währungssegment sehen wir verglichen mit unseren früheren Kapitalmarkterwartungen allgemein weniger Aufwärtspotenzial für den US-Dollar.

Bei der Integration dieser Erwartungen in unsere aktuellen strategischen Vermögensallokationen stellten wir fest, dass lediglich geringfügige Anpassungen der vor zwölf Monaten bestehenden Positionen erforderlich waren. Damals beschlos-

sen wir, die empfohlenen Allokationen in Staatsanleihen und Investment-Grade-Unternehmensanleihen zu reduzieren sowie High-Yield-Anleihen und Schwellenländeranleihen aufzunehmen. Zugleich erhöhten wir die vorgeschlagenen Aktienallokationen. Anlegern gaben wir den Rat, internationale Anlagen gegenüber ihren Heimatwährungen systematisch abzusichern, um Wechselkursrisiken im Fixed-Income-Segment sowie bei Hedge-Fonds und Immobilien zu vermeiden. Stattdessen empfahlen wir ihnen, weitgehend ohne Absicherung in Aktien zu investieren, zumal die Diversifikationsvorteile das Währungsrisiko überwogen. Im Zuge unserer häufigeren taktischen Anpassungen halten wir es jedoch zuweilen für angemessen, die vorübergehende Absicherung einiger Aktienpositionen gegen Währungsrisiken zu empfehlen.

Für 2016 raten wir Anlegern mit mittleren Risikoprofilen zu einer weiteren leichten Erhöhung des Aktienanteils. Allokationen in Immobilien sollten indessen reduziert werden. Darüber hinaus empfehlen wir bei Aktien eine etwas stärkere Ausrichtung auf den Heimatmarkt, unter anderem um das Wechselkursrisiko zu reduzieren. Da wir den Ausblick bei festverzinslichen Vermögenswerten für schwierig halten, korrigieren wir unsere Empfehlungen für dieses Segment deutlich. Wir empfehlen Anlegern, sich aus Immobilienanlagen zurückzuziehen und Rohstoffpositionen zu reduzieren. Stattdessen erscheint es uns sinnvoll, in Wandelanleihen und inflationsgeschützte Anleihen zu investieren.

### **Hauptgründe für Änderungen**

Wir empfehlen die Reduzierung von Immobilienanlagen und die Erhöhung der Aktienallokation, weil Real Estate Investment Trusts (REITs) für viele Anleger der einzige praktikable Weg sind, ein Engagement in Immobilien einzugehen. Sie korrelieren mit Aktien und sind doch anfälliger für den potenziell nachteiligen Effekt eines Aufwärtstrends der Zinsen. Deshalb ziehen wir die Erhöhung unseres direkten Engagements im breiteren Aktienmarkt vor.

Die von uns vorgeschlagene Verringerung des Währungsrisikos durch eine stärkere Ausrichtung auf heimische Aktienmärkte gründet darauf, dass sich viele Währungspaare unseren



Schätzungen zufolge an den Fair Value angenähert haben, sodass ein strategisches Währungsengagement weniger attraktiv erscheint. Für viele Anleger ist eine stärkere Ausrichtung auf die heimischen Aktienmärkte in der strategischen Vermögensallokation eine kosteneffiziente Möglichkeit zur Verringerung des Währungsrisikos. In unseren Empfehlungen erfolgen Anlagen in alle anderen Anlageklassen mit Ausnahme von Rohstoffen entweder in der Referenzwährung des Anlegers oder sind währungsgesichert.

Anlegern, die auf festverzinsliche Anlagen fokussieren, raten wir, sich aus Immobilienanlagen in Form von REITs zurückzuziehen. Letztere sind zwar anfällig gegenüber Zinsänderungen, doch wie sich dieser Zusammenhang im Verlauf der Zeit verändert, lässt sich nur schwer vorhersagen. Die Wirkung erwarteter Zinserhöhungen auf Portfolios lässt sich durch Direktanlagen in Anleihen unseres Erachtens einfacher steuern. Rohstoffe erscheinen aufgrund des negativen Carry und der hohen Volatilität verglichen mit Fixed-Income-Anlagen nicht mehr so attraktiv wie zuvor. Zum Ausgleich des Rückzugs aus Immobilien und der Verringerung bei Rohstoffen schlagen wir den Kauf von Wandelanleihen (durch die das Anleiheuniversum diversifiziert wird, ohne jedoch die direkte Zinssensitivität zu erhöhen) und inflationsgeschützten Anleihen vor (die bessere Renditen erzielen dürften als nominale Staatsanleihen der Kernländer und zugleich ähnliche Diversifikationsfunktionen übernehmen).

#### **Bestandesaufnahme des Portfolios**

Zusammenfassend hat die jüngste Bestandesaufnahme gezeigt, dass unsere empfohlenen strategischen Vermögensallokationen weitgehend den Erwartungen in Bezug auf Risiko und Rendite und den verschiedenen Anlegerprofilen unserer Kunden entsprachen. Aus diesem Grund haben wir nur geringfügige Änderungen an den empfohlenen strategischen Gewichtungen vorgenommen. Die wichtigste Veränderung betrifft Anleger, die in Anleihen investieren. Mit unseren Veränderungen in diesem Segment wollen wir das Risiko reduzieren und die Diversifikation erhöhen. Unsere Kunden sollten nach unserer Überzeugung mit ihren Beratern jeweils Anfang des Jahres ähnliche Bestandesaufnahmen

ihrer Portfolios durchführen und ihre Allokationen mit den entsprechenden Empfehlungen vergleichen. Mit der Unterstützung unserer Tools und Spezialisten kann sichergestellt werden, dass das Portfolio tatsächlich den Bedürfnissen und Erwartungen unserer Kunden entspricht. Darüber hinaus bieten unser Bericht des Anlagekomitees und unser Investment Monthly im Verlauf des Jahres regelmässig aktualisierte und kurzfristiger angelegte taktische Empfehlungen.

**«In der strategischen Vermögensallokation raten wir Anlegern mit mittleren Risikoprofilen zu einer weiteren leichten Erhöhung des Aktienanteils. Allokationen in Immobilien sollten reduziert werden. Darüber hinaus empfehlen wir bei Aktien eine etwas stärkere Ausrichtung auf den Heimatmarkt, unter anderem um das Wechselkursrisiko zu reduzieren.»**







# In Zahlen

## Abbildungen entscheidender langfristiger Anlagetrends

---

**Giles Keating**  
Deputy Global Chief Investment Officer

Hier zeigen wir eine kleine Auswahl von Abbildungen aus dem Global Investment Returns Yearbook 2015 der Credit Suisse, das im Februar 2015 veröffentlicht wurde. Die Abbildungen veranschaulichen die langfristige Entwicklung einiger Anlagerenditen. So zeigen sie beispielsweise, dass Aktienrenditen langfristig gesehen die Inflation deutlich übertroffen haben. Unseres Erachtens liefern diese Daten nützliche Hintergrundinformationen für den Portfolioaufbau und für Anleger, die mittel- bis langfristig investieren.

Ein kritischer Einwand könnte lauten, dass sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den vergangenen zwei Jahrhunderten grundlegend verändert haben. Es liegen jedoch Anzeichen dafür vor, dass die zugrunde liegende Marktdynamik über lange Zeitabstände bemerkenswerte Ähnlichkeiten aufweist. So sind beispielsweise sowohl im 19. als auch im 21. Jahrhundert Boom-Bust-Zyklen im Technologiebereich festzustellen.

In der Wirtschaft und am Aktienmarkt kommt es im Laufe der Zeit zu einem deutlichen Strukturwandel, wenngleich einige Bereiche relativ stabil bleiben. Eisenbahnaktien nahmen um 1900 am Markt eine beherrschende Stellung ein,

die heute gänzlich verloren gegangen ist. Unterdessen sind vollkommen neue Sektoren wie Technologie entstanden. Der Anteil von Banken und Versorgern hingegen ist nahezu unverändert geblieben.

Abbildung 1

**USA: Branchengewichtungen, 1900**

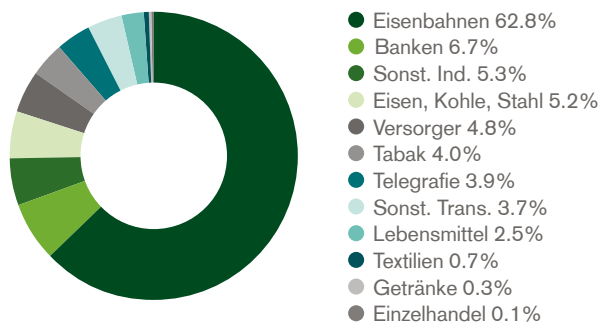


Abbildung 2

**USA: Branchengewichtungen, 2015**

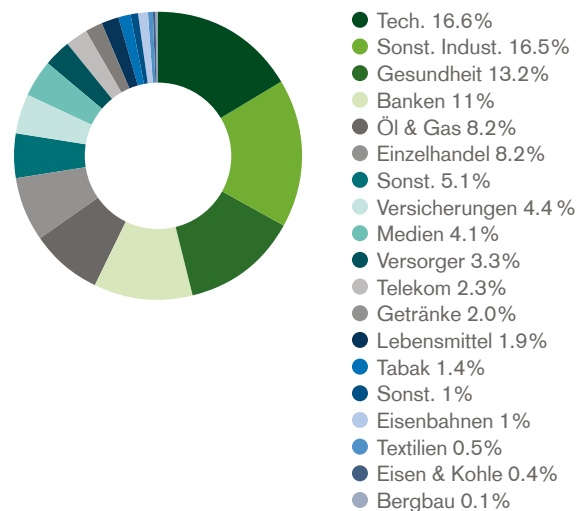


Abbildung 3

**Grossbritannien: Branchengewichtungen, 1900**

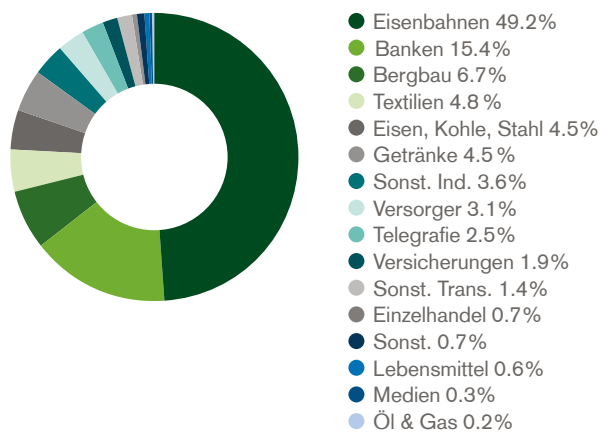
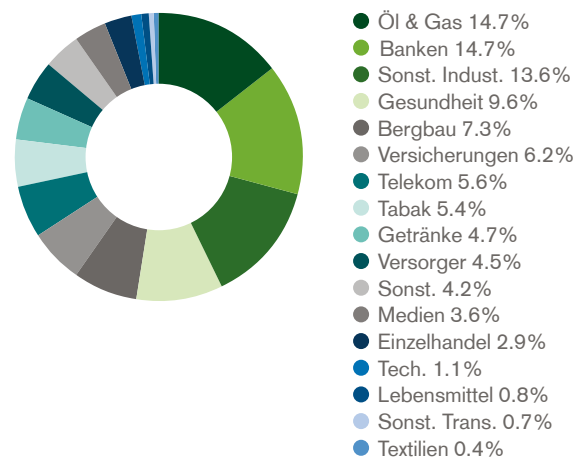


Abbildung 4

**Grossbritannien: Branchengewichtungen, 2015**



Aus der Entwicklung britischer Kanal- und Eisenbahnaktien im 19. Jahrhundert lassen sich Lehren für die Gegenwart ziehen. Die neue Technologie (Eisenbahn) setzte sich gegenüber dem alten System (Kanalnetz) durch und erzielte im Laufe der

Zeit trotz einiger geplatzter Blasen solide Renditen. Bei heutigen Technologieaktien sind bemerkenswerte Parallelen zu beobachten.

Abbildung 5

**Wertentwicklung britischer Kanal- und Eisenbahnaktien, 1811–51 (1811 = 100)**

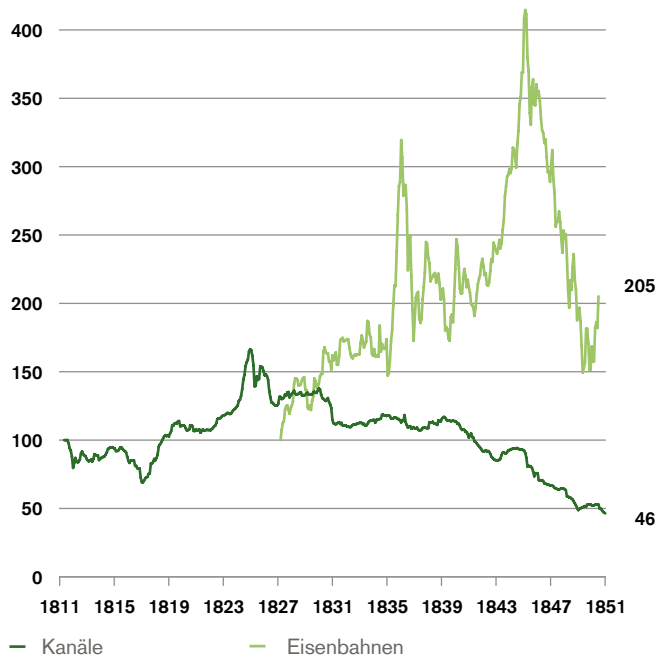


Abbildung 7

**Jährliche Renditen auf «Sin Stocks» in 21 Ländern, 1970–2007**

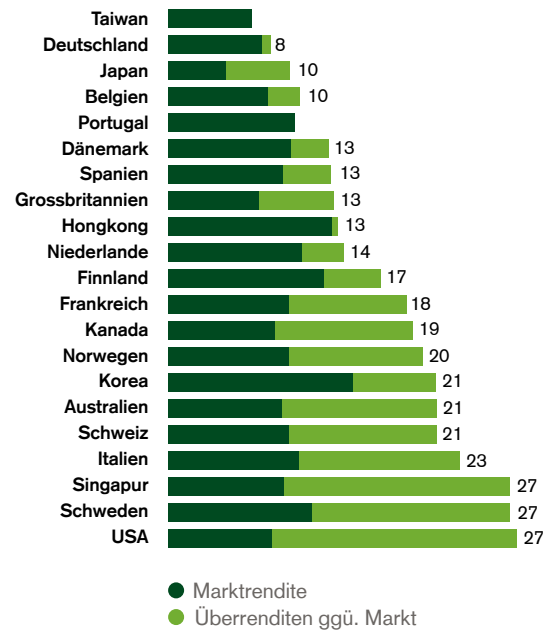
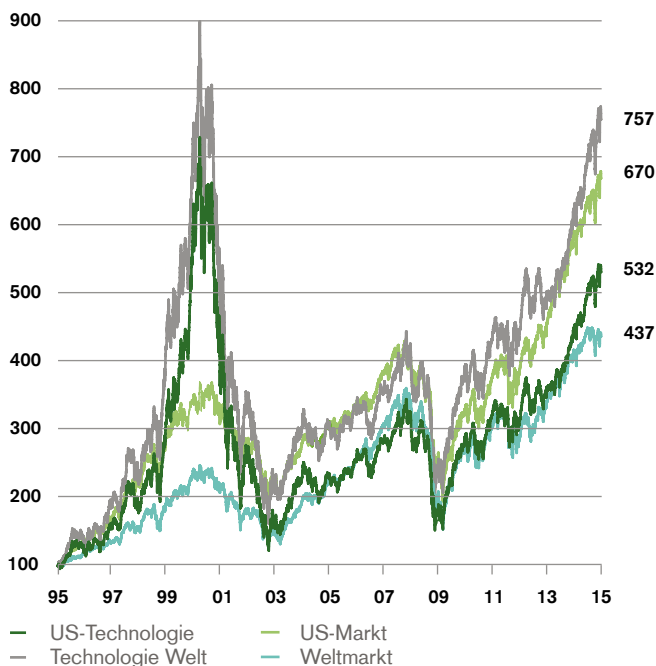


Abbildung 6

**Wertentwicklung von Technologieaktien, 1995 bis heute (1995 = 100)**



Letzter Datenpunkt: 2015

Quelle: S. 28/29 Credit Suisse Global Returns Yearbook 2015

Es gibt Hinweise darauf, dass sogenannte «Sin Stocks» – also unter anderem Aktien von Alkohol-, Tabak-, Waffen- oder Glücksspielunternehmen – sich im Laufe der Zeit überdurchschnittlich entwickeln. Vielleicht liegt es daran, dass ethisch

orientierte Anleger diese Aktien meiden, sodass sie im Verhältnis zu den erwirtschafteten Erträgen zu vergleichsweise niedrigen Kursen gehandelt werden. Doch allgemein scheint die Wirkung gering zu sein.

Abbildung 8

**USA: Kumulierte reale Renditen auf Aktien, Anleihen und Schatzwechsel, 1900 bis 2014 (Logarithmischer Index 1900 = 1)**

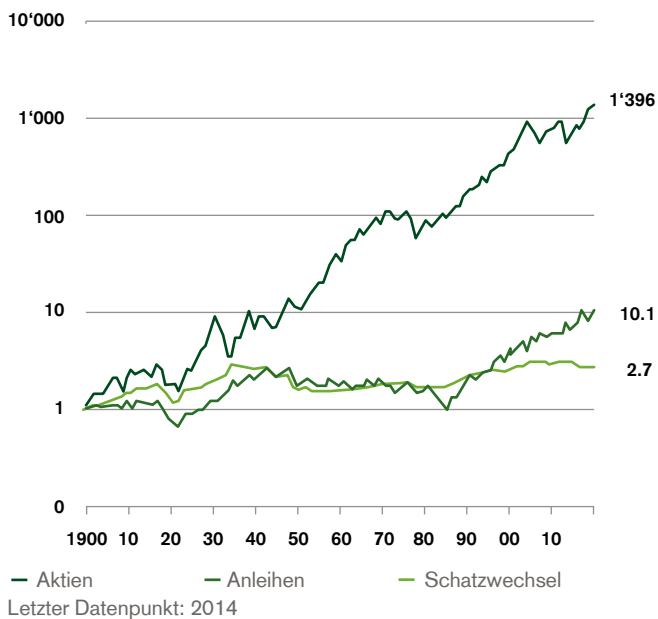


Abbildung 10

**Welt (ohne USA): Kumulierte reale Renditen auf Aktien, Anleihen und Schatzwechsel, 1900 bis 2014 (Logarithmischer Index 1900 = 1)**

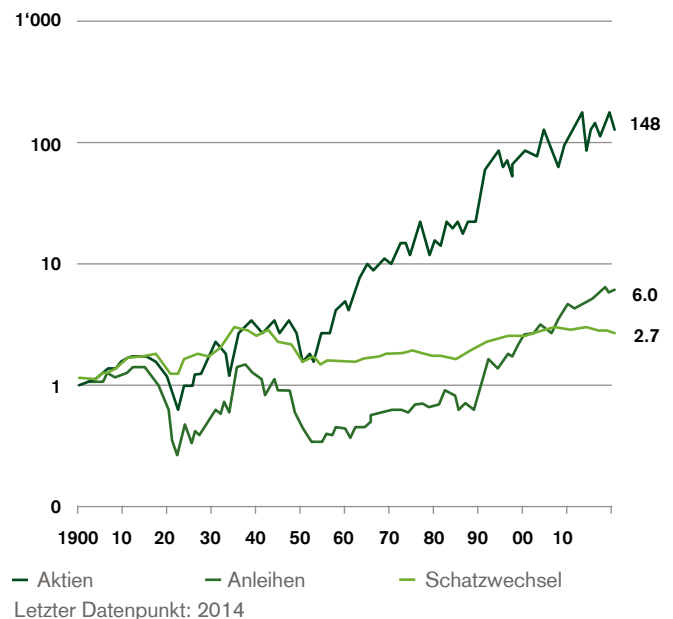


Abbildung 9

**USA: Annualisierte reale Renditen auf Aktien, Anleihen und Schatzwechsel (in %)**

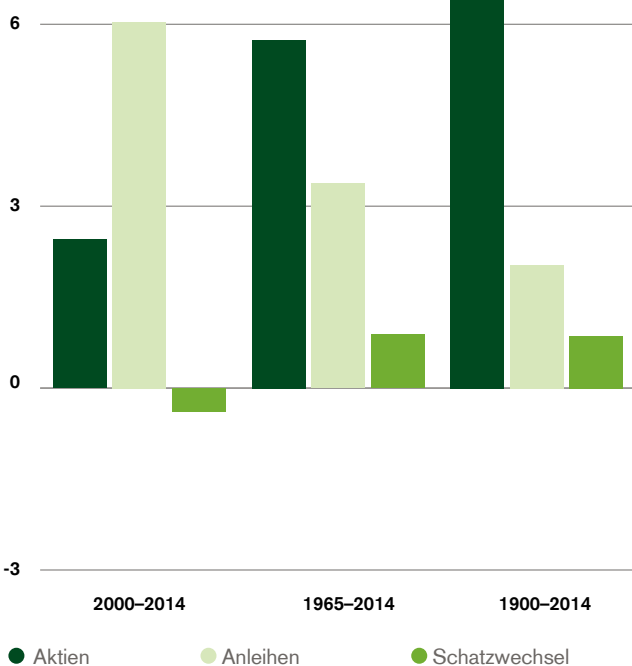
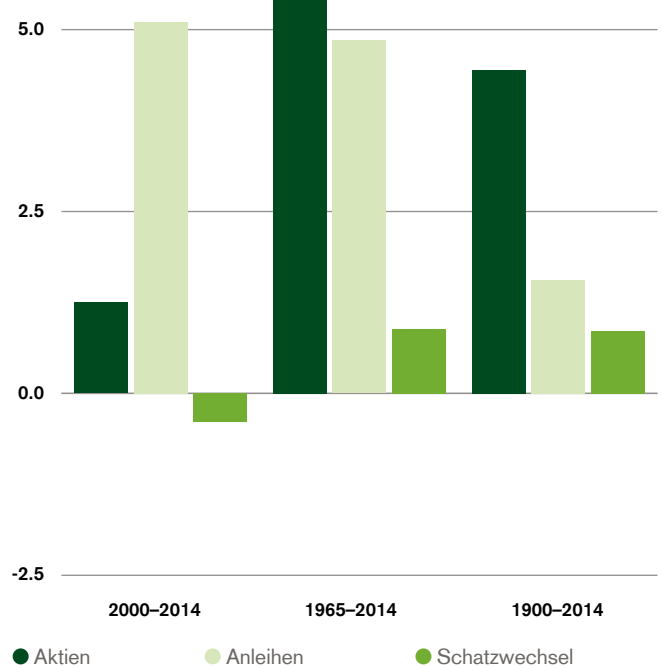


Abbildung 11

**Welt (ohne USA): Annualisierte reale Renditen auf Aktien, Anleihen und Schatzwechsel (in %)**



Anleger (und ihre Nachkommen), die seit 1900 über sehr lange Zeiträume auch bei Markteinbrüchen und Volatilität an US-Aktien festhielten, wurden mit einer ausgezeichneten Rendite belohnt: Im Durchschnitt lag sie jährlich etwa 6,5 % über der Inflation, verglichen mit lediglich 2 % bei Staatsanleihen.

Abbildung 12

#### 1899: Anteil von Ländern an globalen Aktienmarktbewertungen

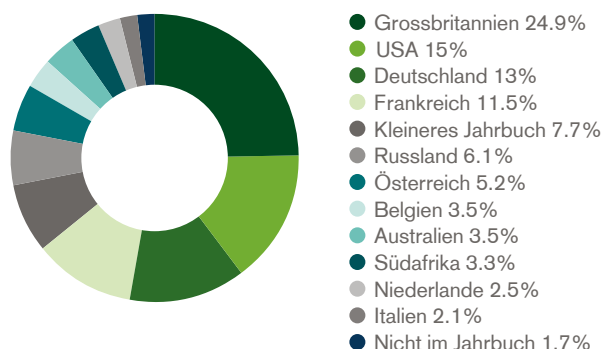
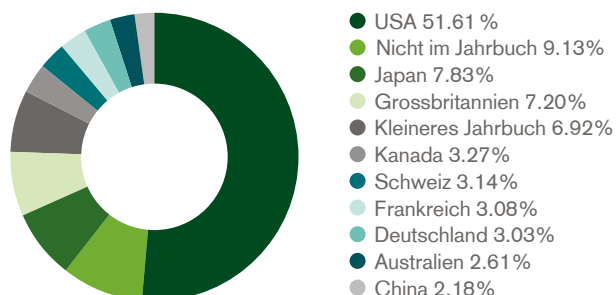


Abbildung 13

#### 2014: Anteil von Ländern an globalen Aktienmarktbewertungen



Ausserhalb der USA haben Aktienrenditen die Inflation seit 1900 durchschnittlich um 4,4 % p.a. übertroffen, also um 2 Prozentpunkte weniger als in den USA. In der Schweiz lagen die Renditen etwa so hoch wie dieser Durchschnitt, Grossbritannien übertraf ihn, während Deutschland infolge der Kriegszerstörung dahinter zurückblieb. Staatsanleihen anderer Länder erzielten eine reale Rendite von 1,6 % p.a. und blieben damit ebenfalls hinter den USA zurück.

Die langfristigen Anlagerenditen trugen dazu bei, dass der Anteil der USA an der globalen Marktkapitalisierung von knapp 15 % im Jahr 1899 auf über 50 % Ende 2014 stieg. Deutsche und österreichische Aktien litten unter den Folgen des Krieges. Die Schweiz hingegen profitierte davon, sodass sie über den dargestellten langen Zeitraum die stärkste Währung der Welt hatte.

**«US-Aktien haben seit 1900 trotz Markteinbrüchen und Volatilität eine ausgezeichnete Rendite erzielt: Im Durchschnitt lag sie jährlich etwa 6,5 % über der Inflation, verglichen mit lediglich 2 % bei Staatsanleihen.»**



# Themes in Portfolios

## Unsere wirkungsvollsten Anlageideen

---

**Loris Centola**

Global Head of Private Banking Research

**Markus Stierli**

Head Fundamental Micro Research





## Die Themes in Portfolios beschreiben die wirkungsvollsten Anlageideen der Credit Suisse in einer einfach verständlichen Übersicht.

### Was sind Themes in Portfolios?

Mithilfe unserer Themes in Portfolios können Anleger ihre Portfolios auf Ideen ausrichten, die sich unserer Einschätzung nach überdurchschnittlich entwickeln werden. So rechnen wir an den Aktienmärkten mit einer Outperformance von Titeln, die von der Erholung in Europa profitieren. Gründe sind die angemessenen Bewertungen, die anhaltend lockere Geldpolitik und Anzeichen für ein Wirtschaftswachstum, das allmählich an Fahrt gewinnt. Weitere Themen im Aktiensegment sind Schweizer Small und Mid Caps sowie US-Technologie. Im Fixed-Income-Segment zählen variabel verzinsten Anleihen und einige der defensiveren High-Yield-Papiere zu unseren Themen. Die Auswahl dieser Titel soll dazu beitragen, die nachteiligen Auswirkungen steigender Anleihenrenditen zu vermeiden: Variabel verzinsten Anleihen sind dazu geeignet, weil sie fast keine Duration aufweisen; hochverzinsliche Papiere hingegen bieten Kredit-Spreads, die die Wirkung höherer Zinsen auf die Kapitalwerte ausgleichen dürften. Zu den weiteren Fixed-Income-Themen zählen Senior Loans

und Hybridanleihen. Unter den alternativen Investments sind aktive Rohstoffstrategien, die kurzfristige Marktbewegungen ausnutzen, gut positioniert, um Renditen zu erzielen, zumal der Handel mit Rohstoffen unserer Erwartung nach nicht von wesentlichen Auf- oder Abwärtstrends geprägt sein dürfte. Auch andere Ideen wie einzelne Immobilienanlagen an einigen europäischen Märkten, die sich noch in einer relativ frühen Erholungsphase befinden, erscheinen uns vielversprechend.

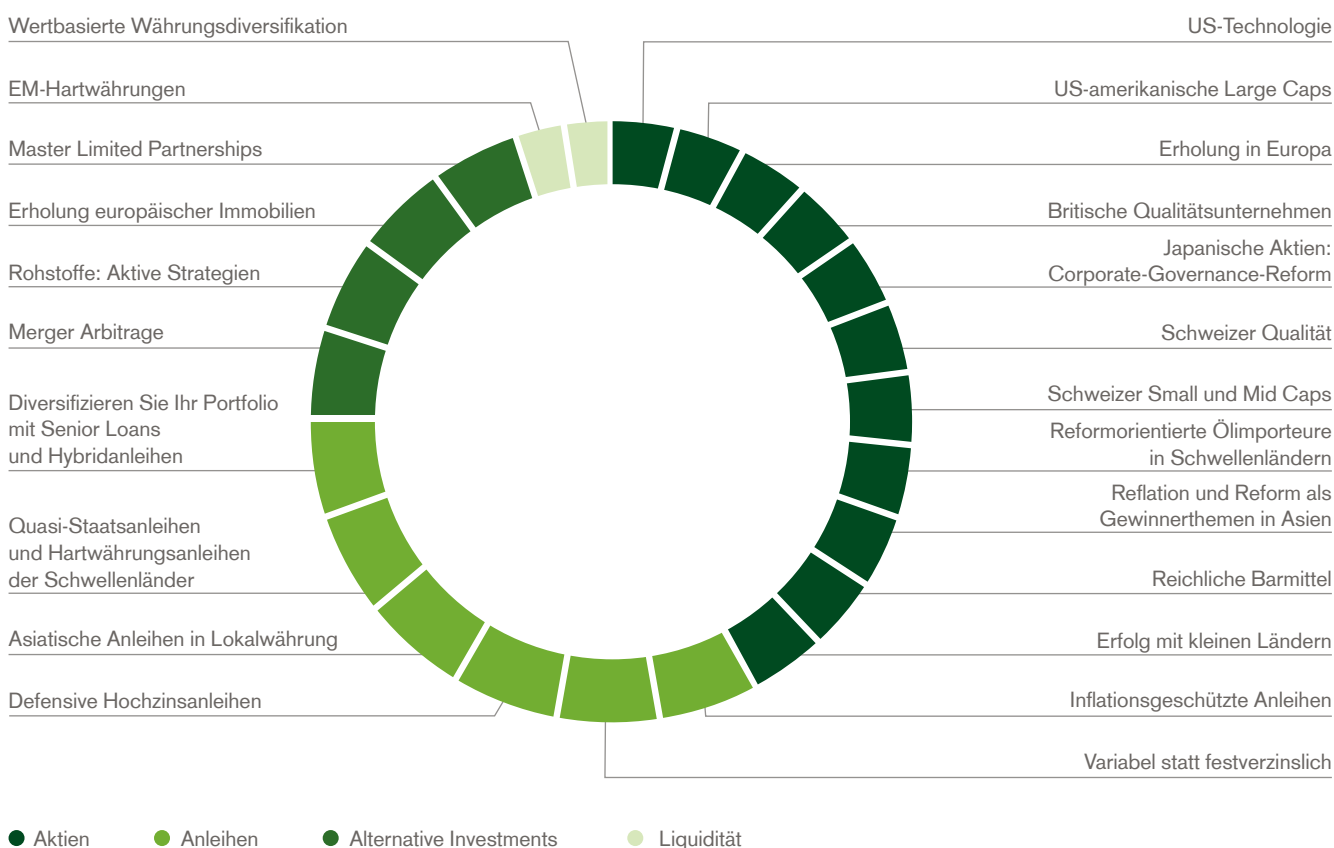
Die Auswahl unserer Themen und die Festlegung unserer Vermögensallokation erfolgen im Rahmen ein und desselben Anlageprozesses. Alle Entscheidungen werden von unserem Anlagekomitee getroffen, das regelmässig zusammentrifft, um die Empfehlungen zu prüfen und gegebenenfalls zu aktualisieren. Überdies stellen wir sicher, dass stets konkrete Lösungen zur Umsetzung unserer Anlageideen verfügbar sind.

### Top-Themen – die Ideen, von denen wir am stärksten überzeugt sind

Bei unseren Themes in Portfolios widmen wir in sämtlichen Anlageklassen jenen Themen besondere Aufmerksamkeit, die sich unserer Einschätzung nach überdurchschnittlich entwickeln werden. Wir bezeichnen sie als Top-Themen.

Abbildung 1

#### Unsere Top-Themen auf einen Blick (per 15. November 2015)



# Sonderbeiträge

---

## **Risiken 2016**

Wie bekannte und unbekannte Variablen die Märkte beeinflussen könnten

---

## **Schwellenländer**

Welche Faktoren werden die Performance 2016 beeinflussen?

---

## **Liquidität zählt**

Anlagestrategien für weniger liquide Märkte

---

## **Ungenutzte Chancen**

Suche nach «versteckten» Anlagetrends





## Risiken 2016

# Wie bekannte und unbekannte Variablen die Märkte beeinflussen könnten

---

**Giles Keating**  
Deputy Global CIO





**In diesem Artikel beleuchten wir einige der potenziellen Risikobereiche in Zusammenhang mit unserem Kernszenario, auf die sich die Anleger unseres Erachtens für 2016 konzentrieren sollten. Die dargestellten Risiken gingen sowohl aus unseren eigenen Analysen als auch aus einer Ende 2015 durchgeführten Anlegerbefragung hervor.**

Wir konzentrieren uns auf vier Schwerpunkte: (1) eine unerwartet deutliche Konjunkturschwäche, (2) die entgegengesetzte Entwicklung eines unerwartet starken Wachstums, das eine restriktivere Geldpolitik zur Folge haben würde, (3) geopolitische und ähnliche Risiken sowie (4) Ereignisse, die aus den Finanzmärkten selbst hervorgehen. Wir geben für alle vier Variablen unsere Einschätzung zu deren Eintrittswahrscheinlichkeit und deren Wirkung auf die Märkte ab. Anschließend beschäftigen wir uns mit der Frage, wie diesen Risiken bei der Anpassung der Portfolios für 2016 Rechnung getragen werden kann. Natürlich können wir nur Risikoschwerpunkte berücksichtigen, die wir erkannt haben. Daneben gibt es aber auch die «unbekannten Unbekannten».

## Unerwartet deutliche Konjunkturschwäche

Wir unterteilen dieses Risiko in zwei Teilszenarien.

Erstes Szenario mit mittlerer Eintrittswahrscheinlichkeit – Intensivierung des Schwächetrends in den Schwellenländern, die in begrenztem Masse auf die Industriestaaten übergreift, aber keine globale Rezession verursacht. Einige Schwellenländer sind eindeutig anfällig, andere scheinen hingegen widerstandsfähiger zu sein. Diesen Sachverhalt erörtern wir ausführlicher in einem unserer Begleitbeiträge. Sollte dieses Szenario eintreten, würde es sich unseres Erachtens positiv auf die meisten Staats- und Unternehmensanleihen der Industrieländer und auf Gold auswirken. Die Wirkung auf globale Aktien wäre im Grossen und Ganzen neutral, zumal expansivere geldpolitische Massnahmen den Effekt schwächerer Unternehmensgewinne weitgehend wettmachen würden. Für Bankeinlagen und Aktien aus dem Finanzsektor fiele die Wirkung aus unserer Sicht indessen ungünstig aus, da immer mehr Industriestaaten negative Zinsen einführen. Auch für Rohstoffe, Devisen und Anleihen in Hartwährungen aus den schwächeren Schwellenländern hätte das Szenario nachteilige Folgen.

Zweites Szenario mit geringerer Eintrittswahrscheinlichkeit – eine globale Rezession, die aufgrund ihres Ausmasses auch von den Notenbanken nicht mehr abgewendet werden kann. Ursache könnte ein Wachstumseinbruch in China sein (den die Behörden entschieden zu vermeiden versuchen). Dass eine derartige Rezession von einer Konjunkturschwäche in anderen Schwellenländern ausgelöst wird, ist wegen ihres vergleichsweise moderaten Einflusses auf den Handel der Industriestaaten unwahrscheinlich. Auch finanzielle Ungleichgewichte (steigende Unternehmensverschuldung, schleppende Fortschritte beim Abbau von Staatsschulden) zählen zu den potenziellen Ursachen für eine Rezession. Die Wirkung wird jedoch durch die allgemein soliden Unternehmens- und Staatsbilanzen gedämpft. Überinvestitionen hat es in den vergangenen Jahren ausser in Teilen von China generell nicht gegeben. Umgekehrt scheinen die Kapazitäten nur in wenigen Bereichen der Weltkonjunktur knapp zu werden. Die Deflation scheint auf einzelne Sektoren wie beispielsweise Energie oder Rohstoffe konzentriert zu sein.

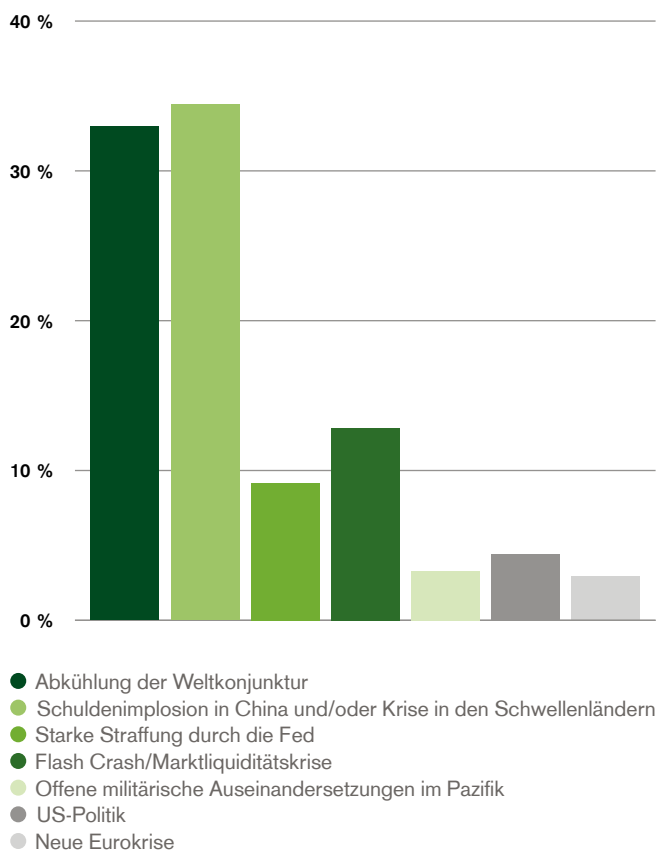
Eine Rezession könnte auch durch eine irrtümlich zu starke Straffung der Geldpolitik durch die Fed verursacht werden, was nie ausgeschlossen werden kann. Auch geopolitische oder ökologische Unterbrechungen des Handels oder der Erdölversorgung könnten zu einer Rezession führen. Wir halten jedoch beide Szenarien für wenig wahrscheinlich (siehe unten). Sollte es tatsächlich zu einer unerwarteten Rezession kommen, würden langlaufende Staatsanleihen mit hoher Bonität und Gold unseres Erachtens profitieren. Für die meisten anderen Anlagen – beispielsweise Unternehmensanleihen und Aktien – hätte sie jedoch aufgrund einer steigenden Anzahl von Ausfällen und drastischer Gewinneinbussen nachteilige Folgen.

## Unerwartet starkes Wachstum in den Industrieländern

Dieses Szenario würde den Straffungszyklus der Fed beschleunigen und eine unerwartet rasche Erholung in einigen Schwellenländern zur Folge haben. Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit dafür als gering bis mittelgross ein. Das Szenario

Abbildung 1

### Worin bestehen bis Ende 2016 die grössten Risiken?



Quelle: Umfrage der Credit Suisse unter APAC-Anlegern, per September 2015

könnte eintreten, wenn die Unternehmen beginnen, ihre angehäuften Barmittel vermehrt auszugeben, wozu die neue US-Steuergesetzgebung beitragen könnte, oder wenn die privaten Konsumausgaben langsam steigen, da die Verbraucher aufgrund der niedrigen Erdölpreise mehr verfügbares Einkommen haben. Weitere denkbare Ursachen sind die kurzfristige Erhöhung der öffentlichen Ausgaben in Deutschland, um Unterkünfte und Unterstützung für den Zustrom von Migranten zu finanzieren (wovon längerfristig auch das Arbeitskräfteangebot profitieren dürfte), oder die Möglichkeit, dass das steigende Absatzvolumen neuer Technologien allmählich die Oberhand über den Preisdruck gewinnt. Von der Wirkung auf die Märkte würden Aktien wahrscheinlich in erheblichem Masse profitieren, und die Auswirkungen auf High-Yield- und Investment-Grade-Anleihen dürften leicht positiv sein, zumal höhere Gewinne die höheren Zinsen ausgleichen. Auch auf Rohstoffe und Anlagen aus Schwellenländern mit Aufwärtspotenzial würde sich das Szenario günstig auswirken, auf längerlaufende hochwertige Anleihen, Gold und Unternehmensanleihen einiger hoch verschuldeter Emittenten – insbesondere in Ländern, die nicht von dem rascheren Wachstum profitieren – hingegen nachteilig.

### **Geopolitik, nationale Politik und Umwelt**

Risiken sind in vielen Teilen der Welt im Überfluss vorhanden. Unseren Einschätzungen zufolge weist jedes dieser Risiken isoliert betrachtet eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit auf. Zusammen genommen besteht jedoch ein erkennbares Risiko, dass eines von ihnen (oder andere «unbekannte Unbekannte») tatsächlich eintritt. Die Flüchtlingskrise in Europa könnte ausser Kontrolle geraten und nationalistischen Parteien verstärkten Zulauf beschern. Daraus könnte eine neue Eurokrise entstehen. In der Schweiz könnte die Debatte über die Beziehungen mit der EU unerwartet zu einer Lockerung der bestehenden Verbindung führen. Spannungen könnten auch um die Krisenherde im südchinesischen Meer (eventuell bei der Wahl in Taiwan im Januar), in der Ukraine oder in den zentralasiatischen Republiken auftreten oder eskalieren. Diese Konflikte (oder die Folgewirkungen der Spannungen im Nahen Osten) könnten die Handelsbeziehungen zwischen dem Westen und China und/oder Russland belasten.

**«Wir schätzen die Wahrscheinlichkeit eines Übergreifens der Schwäche der Schwellenländer als mittelgross ein, diejenige einer globalen Rezession nur als gering. Ein unerwartet starkes Wachstum ist ebenfalls möglich.»**

Die US-Präsidentschafts- und Kongresswahlen 2016 könnten zu sektorspezifischen Turbulenzen führen, wie sie jüngst im Gesundheitswesen aufgetreten sind. Sie könnten aber auch Fortschritte bei den Infrastrukturausgaben und Steuervorschriften für die Rückführung von Geldern begünstigen und damit wie häufig in vergangenen Wahljahren Aktien eine positive Dynamik verleihen. Auch eine schwere Naturkatastrophe, die möglicherweise durch den Klimawandel verschärft wird, könnte eine global wichtige Volkswirtschaft oder Handelsroute blockieren. Historisch gesehen ist erwiesen, dass (geo)politische Ereignisse allgemeine Ausverkäufe an den Märkten verursachen können. Diese legen sich jedoch schnell wieder und werden durch einen Fokus auf die am stärksten betroffenen einzelnen Anlagen ersetzt. Unsere Analyse lässt darauf schliessen, dass nur die tiefgreifendsten geopolitischen Schocks (die beiden Weltkriege und das Erdölembargo von 1973) eine erhebliche und lang anhaltende Wirkung auf globale Finanzanlagen hatten.

### **Risiken, die in den Finanzmärkten selbst ihren Ursprung nehmen**

Erstens schätzen wir die Wahrscheinlichkeit eines zunehmend illiquiden Marktes als mittel bis hoch ein. Teilweise wird diese Illiquidität durch die strengeren Eigenkapitalvorschriften für Banken verursacht, die dazu führen, dass die Banken keinen ausreichenden Bestand mehr vorhalten können, um fortlaufend den Kauf und Verkauf von Wertpapieren anzubieten. Dadurch könnten kurzzeitige Marktstörungen wie Flash Crashes und potenziell länger andauernde Schwierigkeiten für Anleger entstehen, die gewünschten Transaktionen auszuführen. Unternehmensanleihen und vielleicht auch einige Small-Cap-Aktien dürften davon stärker betroffen sein als Large-Cap-Aktien. Zweitens halten wir es für sehr wahrscheinlich, dass Schwellenländer und Ölexportländer wie Norwegen weiterhin in ihren Währungsreserven angesammelte Vermögenswerte und Staatsfonds verkaufen, um einen Kapitalabfluss auszugleichen. Durch diese «quantitative Straffung» reduziert sich die Nachfrage nach Vermögenswerten wie globalen Aktien und US-Anleihen. Das aus diesen Ländern

abfliessende Kapital muss aber an anderer Stelle umgelenkt werden, und zwar aller Wahrscheinlichkeit nach in eben die verkauften Vermögenswerte oder vergleichbare Ersatzanlagen. Netto kann die Wirkung also gering sein. Drittens sehen wir ein geringes, aber zunehmendes Risiko von Ausfällen in systemischem Ausmass an den Anleihenmärkten, die auf ihr äusserst rasches Wachstum während der Niedrigzinsjahre folgen. Bislang haben sie sich als robust erwiesen, haben doch viele Energieanleihen 2015 erfolgreich eine Restrukturierung vollzogen. Künftige Spannungen sind jedoch am US-Markt für Studentendarlehen erkennbar, den die Rating-Agenturen nach einem unerwarteten Rückgang der Rückzahlungsquoten derzeit neu bewerten. Ganz allgemein könnte der voraussichtliche Beginn des Fed-Straffungszyklus verborgene Schwächen im Finanzsystem zu Tage fördern, zumal die Finanzierungskosten steigen und die Kreditgeber selektiver vorgehen; bei einer schwachen Konjunktur könnten ausufernde Negativ-

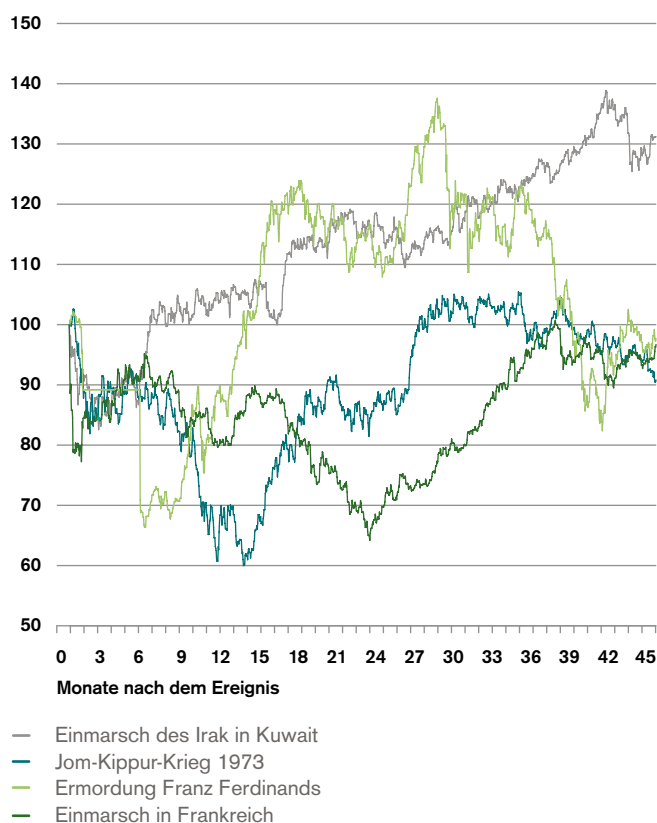
zinsen zu weiteren Belastungen führen. Insgesamt möchten wir daraus die Warnung aussprechen, dass finanzielle Schocks häufig von unerwarteter Seite kommen – unbekannten Unbekannten also.

### Was heisst das für den Portfolioaufbau 2016?

Ignorieren wir für einen Augenblick die Risiken, die wir als gering eingestuft haben. In diesem Fall sollten wir uns hauptsächlich auf die Abkühlung der Weltkonjunktur (nicht aber eine globale Rezession), die mit einer erheblichen zusätzlichen geldpolitischen Lockerung einhergeht, die entgegengesetzte Entwicklung – ein unerwartet rasches Wachstum der Weltwirtschaft – mit einer straffer als erwartet ausfallenden Geldpolitik und die zunehmende Illiquidität an den Finanzmärkten konzentrieren.

Abbildung 2

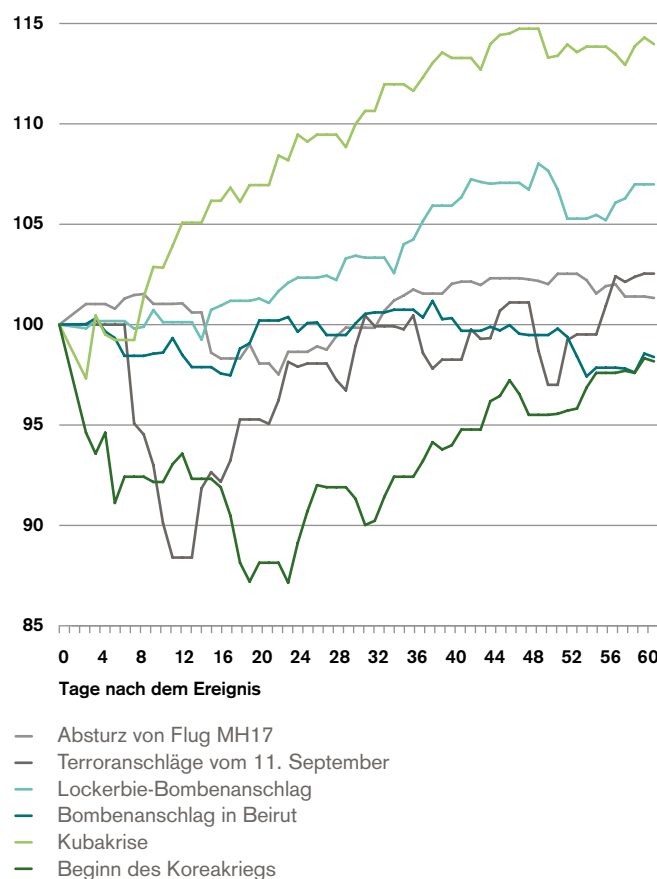
#### Auswirkungen grösserer geopolitischer Ereignisse auf die Aktienmärkte (DJIA indexiert auf 100)



Quelle: Bloomberg

Abbildung 3

#### Auswirkungen weniger bedeutender geopolitischer Ereignisse auf die Aktienmärkte (S&P500 indexiert auf 100)



Quelle: Bloomberg



Wie oben beschrieben wäre die Wirkung jedes dieser Risiken auf unser Kernszenario neutral bis positiv für globale Aktien und Unternehmensanleihen. Unseres Erachtens stärkt dies die Zuversicht, mit der die Anleger in diese wichtigen Anlageklassen investieren können. Für Gold, längerlaufende Staatsanleihen und die meisten Anlagen aus Schwellenländern haben diese Szenarien jedoch unterschiedliche Folgen. Diese Anlagen können also zur Diversifikation eingesetzt werden, doch Anleger sollten sich der Tatsache bewusst sein, dass die Wahrscheinlichkeit einer Underperformance hier zum Teil erheblich ist. Auch die zunehmende Illiquidität deutet darauf hin, dass die bei der Auswahl einer Anleihe angewandten Kreditkennzahlen strenger ausgelegt werden sollten als bisher, da sich Anleihen in Krisenzeiten unter Umständen nur schwer veräussern lassen.

Unsere Analyse historischer Ereignisse lässt darauf schliessen, dass die erörterten geopolitischen Schocks (ausser einer durch einen Flächenbrand im Nahen Osten ausgelösten Erdölkrise) kurzfristig eine negative Wirkung auf ein breites Portfolio globaler Anlagen haben könnten. Es scheint jedoch eher eine Frage von Wochen als von Monaten zu sein, bis sich diese Entwicklung wieder umkehrt. Kleinere Gruppen von Anlagen könnten jedoch von stärkeren Auswirkungen betroffen sein. So könnte die Wirkung eines Votums für einen EU-Austritt eine grössere und länger andauernde Wirkung auf einige britische Vermögenswerte zeigen. Bei der Beurteilung ihres Risiko-Rendite-Potenzials sollten Anleger diesen Risiken Rechnung tragen.

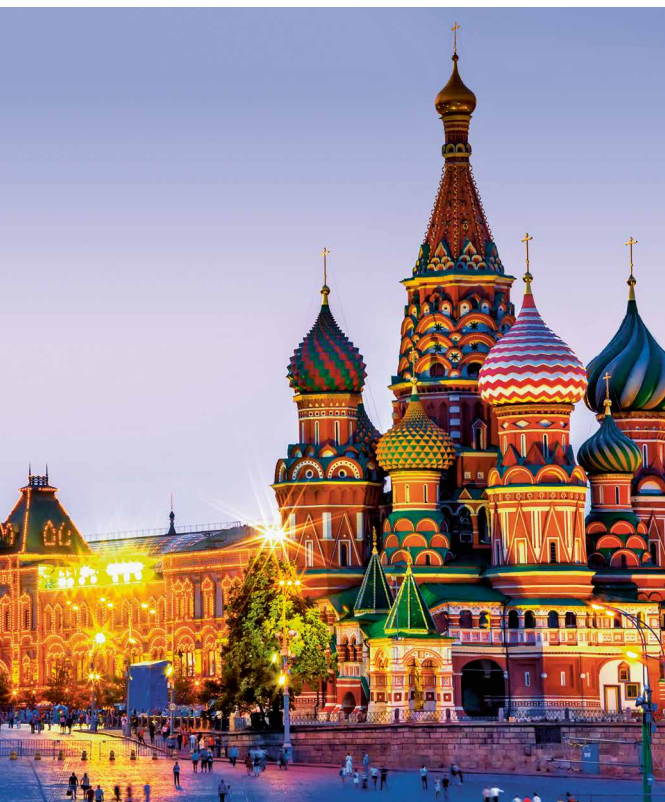
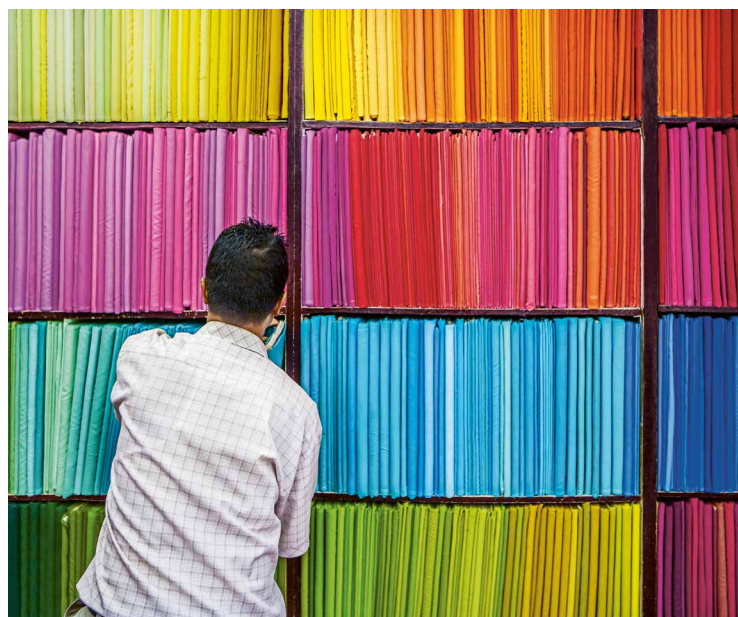
Ein Risikopaar dürfte allerdings vollkommen andere Auswirkungen auf die Wertentwicklung von Anlagen haben als die oben genannten. Bei Aktien und Unternehmensanleihen würde es einen Wertverlust bewirken, während Gold und langfristige Staatsanleihen zulegen würden. Wir sprechen von einer Ausweitung der Konflikte im Nahen Osten. In diesem Fall könnte es zu einer Erdölverknappung kommen, die eine globale Rezession auslösen könnte. Um eine derart drastische Wirkung zu entfalten, müsste es sich angesichts des Überangebots an den globalen Ölmärkten und der Flexibilität der US-Schieferölherzeugung um einen Konflikt wirklich grossen Ausmasses handeln. Die Eintrittswahrscheinlichkeit dürfte demnach gering sein. In Anbetracht dieser Ausführungen entscheiden viele Anleger sich möglicherweise, ihre Portfolios nicht anzupassen. Wer Anpassungen vornimmt, sollte Positionen wie Call-Optionen auf Erdöl, die weit aus dem Geld sind, oder US-Treasuries erwägen.

### **Eingehendere Analyse**

Dieser Artikel bietet einen Bezugsrahmen für wahrscheinliche Risiken im Jahr 2016 und ihre Folgen für den Portfolioaufbau. In den begleitenden Fachbeiträgen beschäftigen wir uns eingehender mit einigen dieser Risiken, unter anderem mit der Frage der steigenden Marktiliquidität und den Risiken einer weiteren Konjunkturverlangsamung (oder rascheren Erholung) in den Schwellenländern rund um die Welt. Weitere zentrale Fragen wie das Referendum in Grossbritannien werden in den Regionalabschnitten des Konjunktur- und Marktausblicks ausführlicher behandelt.

**«Die zunehmende Illiquidität deutet darauf hin, dass die bei der Auswahl einer Anleihe angewandten Kreditkennzahlen strenger ausgelegt werden sollten als bisher, da sich Anleihen in Krisenzeiten unter Umständen nur schwer veräussern lassen.»**







# Schwellenländer

## Welche Faktoren werden die Performance 2016 beeinflussen?

---

**Mariano Arrieta**  
Emerging Markets Fixed Income Strategy

**Luca Bindelli**  
Head of Foreign Exchange Strategy

**Wenli Fei**  
Equity Analysis

**Philipp Waeber**  
Economist, Global Macro Research

**Nora Wassermann**  
Economist, Global Macro Research

Unser Kernszenario für die Schwellenländer geht für 2016 davon aus, dass sich das Wachstum nahe am niedrigen Niveau des Vorjahres stabilisieren wird. Für Anleger sind dadurch unseres Erachtens angemessene Bedingungen gegeben, um von den niedrigen Bewertungen zu profitieren, nachdem Anlagen aus Schwellenländern drei Jahre lang eine Underperformance gegenüber den Industrieländern verzeichneten. Allerdings ist eine sorgfältige Selektion notwendig, zumal einige Länder weiterhin unter wirtschaftlichen, finanziellen und/oder politischen Belastungen leiden dürften.

Bei Anleihen in Hartwährung bevorzugen wir Mexiko, Peru und Russland. Anleger könnten zudem Anleihen aus Südafrika, Malaysia und Indonesien erwägen. Anleihen in Lokalwährung aus den ersten drei Ländern auf dieser Liste bieten unserer Einschätzung zufolge ebenfalls ein angemessenes Risiko-Rendite-Verhältnis. Auch nicht abgesicherte Instrumente sind – insbesondere im Fall von Mexiko – eine Überlegung wert, zumal die Bewertungen dieser Währungen nach der jüngsten Schwäche niedrig sind. In Brasilien verfolgen wir weiterhin einen vorsichtigen Ansatz gegenüber dem Durationsrisiko von Anleihen. Angesichts der derzeitigen Schwäche der Währung

würden wir möglicherweise jedoch weitere Schwächephasen des brasilianischen Real in den kommenden Monaten nutzen, um unser kurzfristiges Währungsengagement zu erhöhen. Im Aktiensegment bevorzugen wir unter den Schwellenländern Indien und China (H-Aktien). Für Anleger sind auch Taiwan und Korea von Interesse. In Russland bieten die niedrigen Bewertungen Potenzial, und es besteht eine geringe, aber nicht zu vernachlässigende Chance, dass die Aktienmärkte von der Verbesserung geopolitischer Faktoren profitieren. In Lateinamerika gehen wir davon aus, dass steigende US-Zinsen die Performance der meisten Märkte beeinträchtigen werden. Zu den Hauptrisiken zählt die Möglichkeit, dass die Fed ihre Geldpolitik rascher als erwartet straffen könnte oder dass China entschiedene Schritte zur Abwertung des Renminbi unternimmt. Zwar schätzen wir die Wahrscheinlichkeit dieser Ereignisse als gering ein, doch sie dürften die Performance zahlreicher Schwellenländeranlagen belasten, falls sie eintreten würden.

**«Wir bevorzugen indische und chinesische Aktien. In Russland bieten niedrige Bewertungen ein wenig Potenzial, während Lateinamerika von den Massnahmen der Fed belastet werden dürfte.»**

### **Basisszenario für die Schwellenländer 2016: Verhaltene Stabilisierung des Wachstums, nachlassende Inflation und zurückhaltende geldpolitische Lockerung**

Die meisten Schwellenländertitel entwickelten sich 2015 enttäuschend, insbesondere wenn sie in US-Dollar ausgewiesen wurden. Im Allgemeinen fiel ihre Entwicklung sogar noch schwächer aus als 2014 oder 2013, und sie verzeichneten erneut eine Underperformance gegenüber Titeln aus Industriestaaten. Hauptursache für die sinkenden Renditen war die Abwertung der Währungen. Am stärksten betroffen waren Rohstoffexporteure und andere Unternehmen, die von Exporten in das schwächelnde China abhängig sind. Auch Länder mit schwachen Aussenhandelsbilanzen waren beeinträchtigt. Positiv zu bewerten ist, dass sich Aktien und Anleihen aus Ländern mit einer niedrigeren Inflation und somit einer eher lockeren Geldpolitik besser entwickelten.

Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum in den Schwellenländern 2016 auf verhaltenem Niveau stabilisiert. In China dürften fiskal- und geldpolitische Impulse dazu beitragen, dass das Wachstumsziel der Regierung erreicht wird, wenngleich die Schwäche bei den Importen anhalten wird. Korea und andere asiatische Länder müssen sich stattdessen darauf verlassen, dass die jüngsten Stimulierungsmassnahmen das Wachstum über die Binnennachfrage stützen. Die von Rohstoffen abhängigen und/oder hoch verschuldeten Volkswirtschaften dürften sich weiterhin schwach entwickeln. Wir erwarten jedoch in den meisten Fällen keine Verschlechterung oder sogar eine geringfügige Verbesserung. In Russland beispielsweise scheint die Wirtschaft die Folgen der niedrigeren Ölpreise und der Sanktionen weitgehend absorbiert zu haben. Wir gehen davon aus, dass die Rezession von einer Stagnation abgelöst wird. In Brasilien dürfte sich die Kontraktion abschwächen. Ein Vorteil des geringen Wachstums besteht darin, dass Preiserhöhungen verhindert werden. Die sehr hohe Inflation in vielen Ländern mit schwacher Währung dürfte folglich zurückgehen. Viele Notenbanken könnten somit von einer Straffung zu einer vorsichtigen geldpolitischen Lockerung übergehen. Nennenswerte Ausnahmen sind die Türkei und Südafrika (aufgrund der finanziellen Belastung) sowie Mexiko (aufgrund der Wachstumsimpulse aus den USA).

### **Bewertung wirtschaftlicher Stärke, Anfälligkeit und politischer Flexibilität**

Das Wirtschaftswachstum ist lediglich einer der Faktoren, die die Performance der Schwellenländer bestimmen. Ebenso wichtig sind die finanzielle Stabilität eines Landes (die den politischen Entscheidungsträgern den nötigen Spielraum verschafft, um auf externe Schocks zu reagieren), das Ausmass seiner Verschuldung und eine schlechte Haushaltspolitik (die das Land anfällig für globale Belastungen werden lässt).

Abbildung 1

**Makroökonomische Beurteilung der wichtigsten Schwellenländer**

	Makro- Stärke	Politische Flexibilität				Externe Schwachstellen			Ge- samt- bewer- tung	
		Inflation	Staatsver- schuldung	Staats- defizit	Inlands- kredite	Durchschn. Bewertung	Währungs- reserven / Auslands- schulden	Leistungs- bilanz	Durchschn. Bewertung	
EM Asien										
China										
Hongkong										
Indien										
Indonesien										
Malaysia										
Philippinen										
Singapur										
Südkorea										
Taiwan										
Thailand										
EEMEA										
Kroatien										
Tschechische Republik										
Ungarn										
Polen										
Rumänien										
Russland										
Türkei										
Ukraine										
Südafrika										
Lateinamerika										
Argentinien										
Brasilien										
Chile										
Kolumbien										
Mexiko										
Peru										
Venezuela										

Erläuterung: Makro-Stärke bezieht sich auf die Wachstumsdynamik 2016 mit Bezug auf potenzielle Wachstumsraten, wobei eine neutrale Bewertung (gelb) für Wachstum im Einklang mit dem Potenzial im Jahr 2016 vergeben wird; die Bewertung der Inflation spiegelt das Potenzial für eine geldpolitische Lockerung 2016 wider; die Staatsverschuldung (Prognose des IWF für 2016) ist in 5 Klassen unterteilt (eine Quote von über 60 % des BIP ist rot dargestellt); das Staatsdefizit (Prognose des IWF für 2016) ist in 5 Klassen unterteilt (eine Quote von über 3 % des BIP ist rot dargestellt); die Bewertung für die Inlandskreditvergabe an den privaten Sektor in % des BIP drückt sowohl das Niveau als auch die jüngste Dynamik aus, wobei der schwächste Wert für einen vergleichsweise hohen, weiterhin wachsenden Schuldenbestand vergeben wird; die Devisenreserven (per 2.Q 2015) und Leistungsbilanzen (Prognosen des IWF für 2016) sind in Quintilen gruppiert; die durchschnittliche Bewertung und die Gesamtbewertung sind ungewichtete Durchschnittswerte.

Quellen: OECD, IWF, Weltbank, Credit Suisse

In Abbildung 1 ist eine prognostische «Heat Map» dieser Makro-Faktoren dargestellt. Die meisten Volkswirtschaften in Asien (mit Ausnahme von Indonesien) und Osteuropa zeigen sich bei dieser Analyse tendenziell robuster. Die Türkei, Südafrika und viele der lateinamerikanischen Staaten (mit Ausnahme von Mexiko) scheinen anfälliger zu sein.

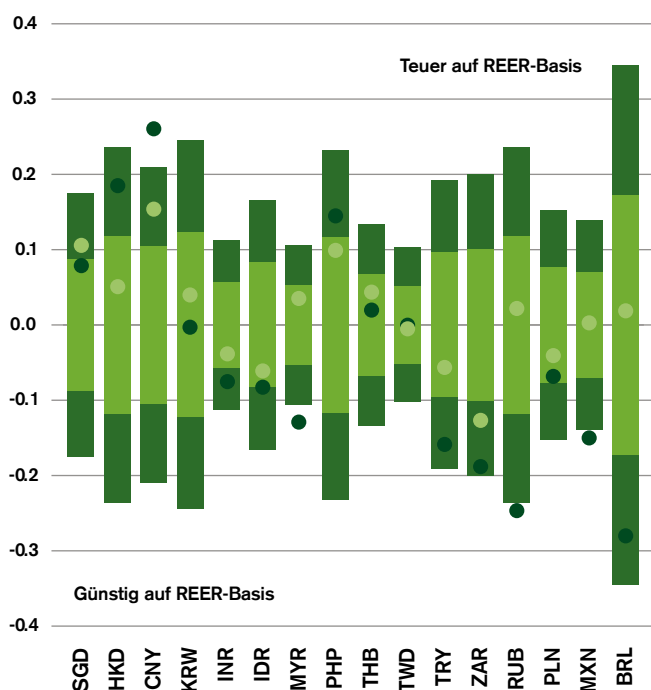
In den folgenden Abschnitten stellen sich unsere für verschiedene Anlageklassen verantwortlichen Strategien die Frage, ob die Märkte dieses makroökonomische Bild bereits voll eskomptiert haben (oder nicht), und leiten daraus einen Ausblick für die Anlagerenditen ab.

### Währungen: Bewertungen sind noch kein fester Anker

Die meisten Schwellenländerwährungen dürften aufgrund der nach wie vor schwachen wirtschaftlichen Fundamentaldaten und trotz der wachstumsfördernden Politik in China gegenüber dem US-Dollar weiter abwerten. Unseren Berechnungen zufolge eskomptieren die Devisenterminmärkte eine raschere Verbesserung des Wirtschaftswachstums in den Schwellenländern als realistisch zu erwarten ist. Wir prognostizieren daher ein Szenario, in dem Schwellenländerwährungen in der ersten Hälfte des Jahres 2016 weiter abwerten und dann eine Zeit lang seitwärts tendieren, bevor die Fundamentaldaten sich ausreichend verbessern, um eine echte Erholung zu stützen.

Abbildung 2

#### Bewertungskennzahlen für Schwellenländerwährungen (Abweichung in %)

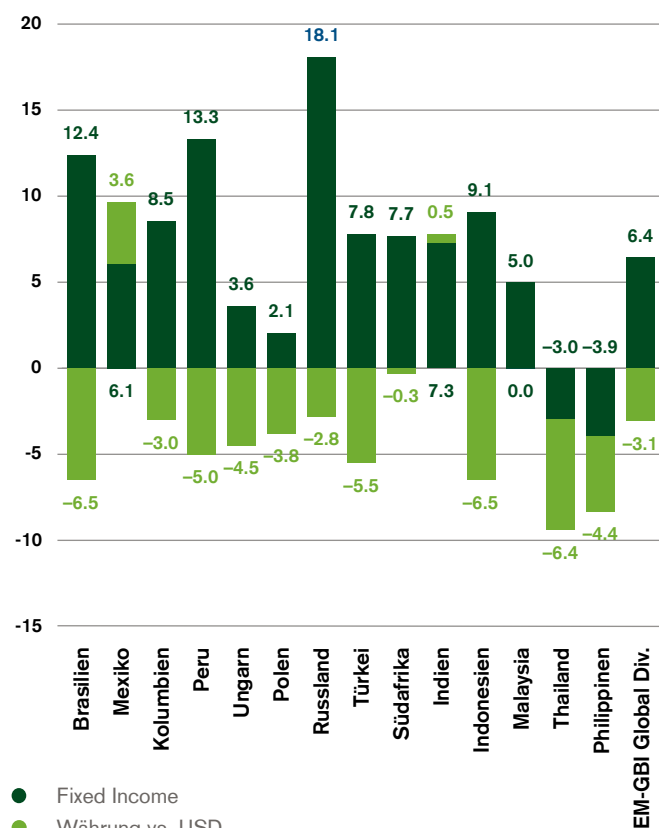


- Standardabweichung +/- 2
- Standardabweichung +/- 1
- Abweichung des realen effektiven Wechselkurses (REER) vom gleitenden 10-Jahres-Durchschnitt (aktuell)
- Abweichung des realen effektiven Wechselkurses (REER) vom gleitenden 10-Jahres-Durchschnitt (per 30. September 2014)

Quelle: Credit Suisse

Abbildung 3

#### Teilindizes des Emerging Market Global Bond Index – erwartete USD-Renditen (in %) in 12 Monaten



- Fixed Income
- Währung vs. USD

Quelle: JP Morgan, Bloomberg und Credit Suisse

### **Underperformance lateinamerikanischer Währungen dürfte sich umkehren**

Gemessen an den Fundamentaldaten bleibt Lateinamerika (vor allem Brasilien) die Region mit dem höchsten Risiko, doch der Ausverkauf im Jahr 2015 hat die Währungen auf ein äusserst niedriges Bewertungsniveau gedrückt. Bei Redaktionsschluss hatte der BRL gegenüber dem USD 30 % an Wert verloren, und der MXN lag mehr als zwei Standardabweichungen unter seinem 10-Jahres-Durchschnitt.

Der BRL könnte aufgrund schwacher Fundamentaldaten und politischer Risiken in den nächsten Monaten noch weiter abwerten, doch die Aussichten für eine Stabilisierung oder gar Wertgewinne über einen Zeithorizont von 12 Monaten sind unseres Erachtens gut. Bei einem jährlichen Carry von 12 % dürften die Gesamrenditen verglichen mit dem USD positiv sein. Der MXN dürfte sich als widerstandsfähig erweisen, insbesondere wenn die Zinsen nach Massnahmen der Fed angehoben werden.

### **In Asien dürfte die INR den CNY übertreffen**

Der Wachstumsrückgang und die Währungsabwertung fielen in den asiatischen Schwellenländern allgemein geringer aus als in Lateinamerika. Allerdings sind auch die Bewertungen in der Regel weniger attraktiv. Die einzigen Ausnahmen bilden der MYR und die INR, wo aufgrund des rascheren Wachstums und der recht hohen Inflation mit weiterhin hohen Zinsen zu rechnen ist. In China dürften sich die Massnahmen zur Internationalisierung der Währung und die verbesserte Leistungsbilanz positiv auswirken. Eine politische Lockerung und Kapitalabflüsse könnten dem entgegenwirken, sodass die Möglichkeit einer geringfügigen Abwertung besteht. Wir rechnen jedoch nicht mit umfassenderen politischen Massnahmen, die eine Abwertung bewirken sollen.

### **In der EMEA-Region dürften Carry-Währungen letzten Endes an Unterstützung gewinnen**

Der PLN weist unter den EMEA-Ländern (Europa, Naher Osten und Afrika) die besten Fundamentaldaten auf und könnte sich anfangs überdurchschnittlich entwickeln. Sein mangelnder Carry dürfte jedoch im Laufe des Jahres zu einer Underperformance führen. Die TRY, der ZAR und der RUB (die viel attraktivere Zinsdifferenzen bieten) dürften unserer Einschätzung zufolge letzten Endes eine Outperformance erzielen.

Ein mögliches Risikoszenario besteht darin, dass ein schwächeres Wachstum in den Industriestaaten konjunktursensible Schwellenländerwährungen wie diejenigen in Asien und auch den MXN belasten könnte. Ein Aufschub der Fed-Zinserhöhungen könnte diese Belastung nur teilweise ausgleichen. Sollte das Wachstum in den Industrieländern dagegen stärker ausfallen als erwartet, würde die Fed den Straffungszyklus

voraussichtlich beschleunigen. Dies würde sich nachteilig auf einige südamerikanische Währungen auswirken, da dort der Handelsgewinn aus einer stärkeren Nachfrage gering ist. Von positiven Wachstumsüberraschungen in China oder den Schwellenländern würden natürlich deren Währungen profitieren, insbesondere diejenigen von Ländern mit anfälligen Aussenhandelsbilanzen und höheren Zinsen (d. h. IDR, ZAR, TRY und BRL).

### **Anleihen: Moderate Gesamtrenditen mit erheblicher Streuung**

Unser Basisszenario sieht durchschnittliche Renditen auf externe und inländische Schwellenländeranleihen in einer Spanne von 3–5 % in USD vor. Die Renditen können in einigen Ländern jedoch sehr viel höher oder niedriger ausfallen.

### **Anleihen in Lokalwährung: Suche nach vereinzelt Wertpotenzial**

Der Trend des USD-Wechselkurses wird weiterhin der mit Abstand wichtigste Treiber für inländische Schwellenländeranleihen bleiben. Bei Redaktionsschluss hatten die kurzfristigen Terminmärkte in vielen Ländern weniger Währungsschwäche eskomptiert als aufgrund der makroökonomischen Fundamentaldaten gerechtfertigt erscheint. Daraus ergibt sich die Notwendigkeit taktischer Währungsabsicherungen. Nur Mexiko und – in geringerem Masse – Peru und Russland bilden Ausnahmen. Die gute Nachricht ist, dass die Inflation selbst bei einer anhaltenden Schwäche der Schwellenländerwährungen weiterhin sinken kann. Aufwärtsüberraschungen in Bezug auf die Zinsen sind daher unwahrscheinlich.

Laut unseren makroökonomischen Indikatoren ist Lateinamerika anfälliger als andere Regionen, doch die Bewertungen der Anleihen sind nun sehr überzeugend. In der Region geben wir Mexiko den Vorzug, da eine potenzielle Zinserhöhung durch die Notenbank Banxico bereits eskomptiert ist. Peru, Kolumbien und Brasilien verdienen einen opportunistischen Ansatz, und die Währungsabsicherungskosten sollten individuell analysiert werden. In Peru und Kolumbien sind weitere Zinsanhebungen möglich, doch die Zinsprämie («Carry») bietet einen Ausgleich.

Unter allen CEEMEA-Ländern (Mittel- und Osteuropa, Naher Osten und Afrika) sind wir von Russland nach wie vor am stärksten überzeugt. Nach der starken Rally sind die Bewertungen langlaufender Anleihen nun zu hoch. Allerdings dürften sie nach wie vor von dem disinflationären Umfeld, dem stabileren Wachstum und der vorsichtigen geldpolitischen Lockerung profitieren. Wir geben ZAR-Anleihen gegenüber TRY-Titeln den Vorzug, da die Inflation in Südafrika niedriger sein dürfte. Länder mit hohen Renditen dürften PLN- und HUF-Anleihen übertreffen, weil diese bereits sehr hoch bewertet sind.

In Asien sind kurzfristige indische Anleihen aufgrund der stabileren Währung weiterhin attraktiv. Indonesische Anleihen dürften sich in der Lokalwährung gut entwickeln, auf USD-bereinigter Basis jedoch weniger. Die Philippinen und Thailand dürften hinter Malaysia zurückbleiben, da die fundamentalen Bewertungen noch immer hoch sind.

#### **Anleihen in Hartwährung: Stabilisierung der Renditen auf niedrigem Niveau**

Der Trend zur Herabstufung bestimmter Schwellenländeranleihen dürfte sich bei den Rating-Agenturen fortsetzen, insbesondere bei einigen exponierten anfälligen Ländern. Er scheint jedoch weitgehend eingepreist, und die Marktwirkung dürfte gering sein, sofern die Fundamentaldaten sich nicht weiter verschlechtern. Wenn der Straffungszyklus der Fed beginnt, besteht bei Schwellenländeranleihen in Hartwährung unseres Erachtens nur wenig Spielraum für einen weiteren Rückgang der Spreads. Diese Anleihen bieten also in einem globalen Portfolio kaum Diversifikationsvorteile.

In Lateinamerika positioniert die starke Haushaltspolitik Mexikos die Anleihen des Landes gut für eine Outperformance. Auch Peru ist attraktiv bewertet, und die Wirtschaft des Landes scheint sich zu stabilisieren. Im EMEA-Raum sind die Bewertungen allgemein hoch. Russland ist aufgrund seiner recht erfolgreichen Haushaltspolitik unsere bevorzugte Wahl in der Region, doch die Bewertungen sind nicht günstig. Südafrika ist für den Erhalt seines Bonitätsratings besser positioniert als die Türkei. Schliesslich werden auch malaysische und indonesische Anleihen gegenüber vergleichbaren Papieren, die ein ähnliches Rating aufweisen, mit grösseren Spreads gehandelt. In Malaysia dürfte sich die Haushaltslage trotz potenziell geringerer Dividenden bei der staatseigenen Öl- und Gasgesellschaft Petronas verbessern. In Indonesien könnte die verzögerte Erholung zusätzliche Ausgaben erfordern. Indien und die Philippinen sind trotz ihrer besseren fundamentalen Bonitätskennzahlen teuer.

Argentinische bzw. ukrainische Anleihen erholten sich Ende 2015 ein wenig, und die Bewertungen sind nun hoch. Risikobereite Anleger könnten jedoch eine Positionierung in diesen Ländern erwägen, um einen höheren Carry zu erzielen. Venezuela lässt sich nur schwer einschätzen. Die Bonität des Landes dürfte sich jedoch infolge der Wirtschaftskrise und der hohen politischen Unsicherheit verschlechtern. Die Wahrscheinlichkeit eines Kreditereignisses bleibt unserer Ansicht nach weiter hoch.

**«Mexikanische Anleihen sind gut positioniert für eine Outperformance. Auch Peru ist attraktiv bewertet. In den EMEA-Ländern ist Russland unsere bevorzugte Wahl, doch die Bewertungen sind nicht günstig.»**

#### **Aktien: Ausblick für Wachstum, Bewertungen und Geldpolitik lässt auf Outperformance der asiatischen Schwellenländer schliessen**

Nach einem guten ersten Quartal 2015 brachen die Aktienmärkte der Schwellenländer von April bis September aufgrund der niedrigen Rohstoffpreise und der Sorgen um China um fast 30 % ein. Daran schloss sich eine Erholung an, die jedoch bei Redaktionsschluss noch begrenzt war. Wir gehen davon aus, dass die meisten negativen Faktoren auch 2016 noch vorhanden sein werden, ohne dass eine deutliche Erholung bei Rohstoffen und dem nach wie vor schwierigen makroökonomischen Umfeld absehbar ist. In Indien, China, Taiwan, Korea und Russland sehen wir jedoch Chancen, während Lateinamerika allgemein weniger attraktiv erscheint.

#### **Im Aktiensegment beurteilen wir China positiv**

Unter den Schwellenländeraktien bevorzugen wir Titel aus Asien, nicht zuletzt, weil die meisten Volkswirtschaften Netto-Rohstoffimporteure sind. Das Wachstum liegt weit unter dem Niveau vor der Krise, die Inflation ist allgemein niedrig und die Währungen sind recht stabil. In diesem Umfeld besteht Spielraum für zusätzliche geldpolitische Lockerungsmassnahmen. In den asiatischen Schwellenländern beurteilen wir Indien aufgrund seines hohen Wachstumspotenzials mittel- bis langfristig positiv. Auch China schätzen wir positiv ein. Das Wachstum hat sich zwar mit dem Übergang zu einem konsumgestützten Wachstum verlangsamt, was unserer Ansicht nach allerdings bereits eingepreist ist. Die Bewertungen von H-Aktien sind attraktiv, und weitere quantitative Lockerungsmassnahmen dürften sich positiv auswirken. Unterdessen dürften Taiwan und Südkorea am meisten von den niedrigen Rohstoffpreisen profitieren. Zudem bietet Taiwan eine vergleichsweise hohe Dividendenrendite; Südkorea hingegen weist gute Gewinnaussichten auf.



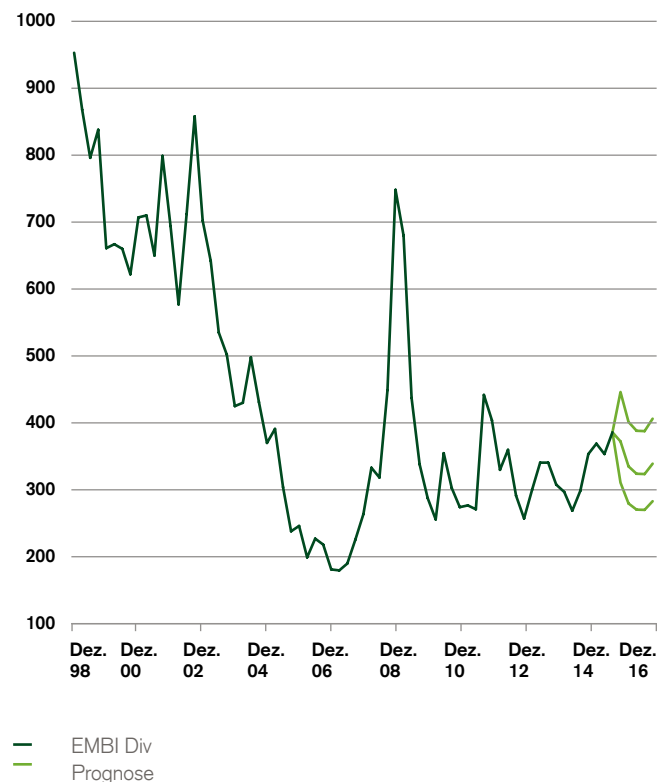
### Zinserhöhungen der Fed ungünstig für Lateinamerika und Teile von EEMEA

Bisher blieben Aktien aus Schwellenländern in den zwei Monaten nach einer ersten Leitzinserhöhung durch die Fed stets um mehr als 4 % hinter globalen Aktien zurück. Aufgrund ihrer Anfälligkeit für Kapitalabflüsse werden Aktien aus Lateinamerika und einigen EEMEA-Ländern in der Regel am stärksten durch steigende US-Zinsen beeinträchtigt. Innerhalb der EEMEA-Region dürften insbesondere Russland und Südafrika als grösste Rohstoffexporteure weiterhin unter den niedrigen Rohstoffpreisen und der schwachen Wirtschaftslage leiden.

Im Falle Russlands dürften günstige Bewertungen die makroökonomischen Schwächen jedoch teilweise ausgleichen. Überdies dürften die EEMEA-Märkte von ihren engen Beziehungen zur EWU und zum Euro profitieren. Insbesondere gilt dies für Polen, dem die positive Dynamik und die stützende Geldpolitik zugutekommen dürften. Schliesslich könnten auch politische Entwicklungen erheblichen Einfluss auf die brasilianische Konjunktur haben, sobald die anhaltende politische Krise sich legt. Ebenso dürfte eine Deeskalation der Lage in der Ukraine sich positiv auf die wirtschaftliche Entwicklung in Russland auswirken.

Abbildung 4

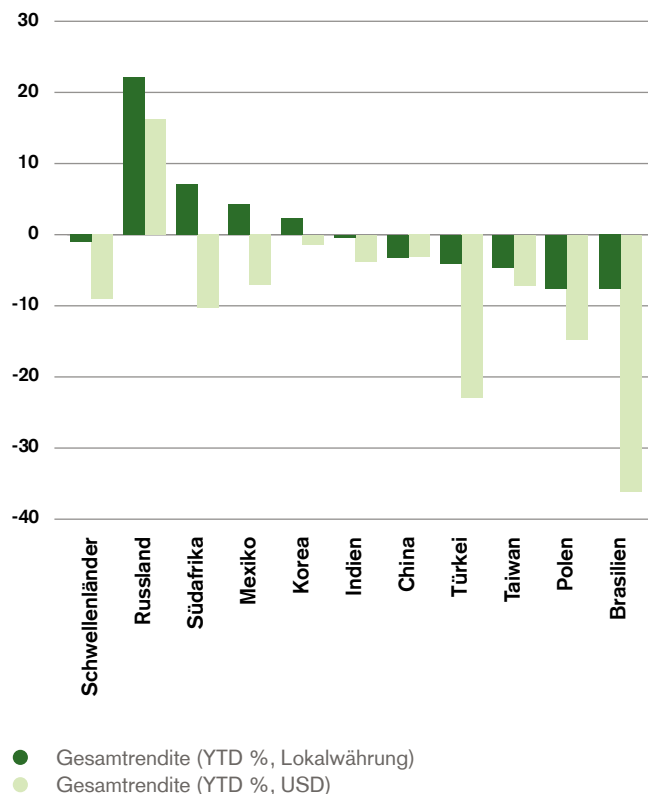
#### Emerging Market Bond Index Global Diversified (EMBIG, in Basispunkten)



Quelle: JP Morgan, Bloomberg und Credit Suisse  
 Letzter Datenpunkt: 30. Oktober 2015

Abbildung 5

#### Aktienentwicklung der Schwellenländer seit Jahresbeginn (MSCI-Indizes, per 30. Oktober 2015)



Quelle: Datastream, Credit Suisse









# Liquidität zählt

## Anlagestrategien für weniger liquide Märkte

---

**Joe Prendergast**  
Head of Financial Markets Analysis

Schaut ein Anleger sich eine aktuelle Bewertung seines Portfolios auf seinem Bildschirm oder auf einem Ausdruck an, wird er im Allgemeinen davon ausgehen, dass er seine Anlagen auf dem offenen Markt etwa für den angezeigten Kurs veräußern oder auch mehr davon kaufen kann. Ausgenommen sind natürlich spezielle, als illiquide bekannte Anlagen wie Private Equity und einige Immobilienanlagen.

Doch die Zeiten ändern sich. Mainstream-Anlagen wie Aktien von Blue-Chip-Unternehmen, Staatsanleihen und Hauptwährungen, die vor der Finanzkrise von 2007–2008 an tiefen, liquiden Märkten gehandelt wurden, zeigen erste Anzeichen von Illiquidität. Sie können nicht mehr immer so einfach erworben oder veräussert werden wie in der Vergangenheit. Das hat verschiedene Gründe. Einige Anlagen weisen beispielsweise nun grössere Differenzen zwischen den Kauf- und Verkaufspreisen (Geld-Brief-Spanne) auf. Bei anderen ist das maximale Volumen, das in einer Transaktion gehandelt werden kann, geringer geworden. Diese Effekte sind zu bestimmten Tageszeiten – etwa am Nachmittag – unter Umständen besonders ausgeprägt. Ein extremeres Phänomen ist der «Flash Crash» – ein Phänomen, das wir an den Aktien- und Anleihenmärkten im Mai 2010, im Oktober 2014 und im August 2015 gesehen haben. In diesen Zeiten können die Kurse, zu denen Anleger Wertpapiere handeln, innerhalb weniger Augenblicke stark voneinander abweichen. An den für gewöhnlich liquiden Devisenmärkten führte die Aufhebung der EUR/CHF-Untergrenze im Januar 2015 ebenfalls vorübergehend zu einer weitgehenden Aussetzung des Handels. An viele Unternehmensanleihen kommen Anleger am Sekundärmarkt insbesondere in grösseren Mengen nur schwer heran, während Veräusserungen bislang noch vergleichsweise einfach zu bewerkstelligen sind. Allerdings gilt in einer Reihe von Fällen, in denen ein Emittent sich mit unerwarteten Kreditrisiken konfrontiert sieht, auch das Umgekehrte, und Anlegern fällt es plötzlich schwer, ihre Anleihen zu verkaufen.

Im vorliegenden Artikel beschäftigen wir uns mit einigen der Gründe für die geringere Liquidität und den Risiken, die in Zukunft zu einem weiteren Rückgang führen könnten. Anschliessend zeigen wir, wie Anlagestrategien an das veränderte Umfeld angepasst werden können. So sollten Anleger mit kritischem künftigen Liquiditätsbedarf sich stärker an Dividenden- und Zinsströmen orientieren und weniger an der Veräusserung von Anlagen. Handelsorientierte Anleger hingegen können Flash-Crash-Ereignisse gezielt als Gelegenheiten zum Kauf oder Verkauf nutzen.

### Steigende Kosten und straffere Bankbilanzen werden durch höhere Spreads und mehr Selektivität an Anleger weitergegeben

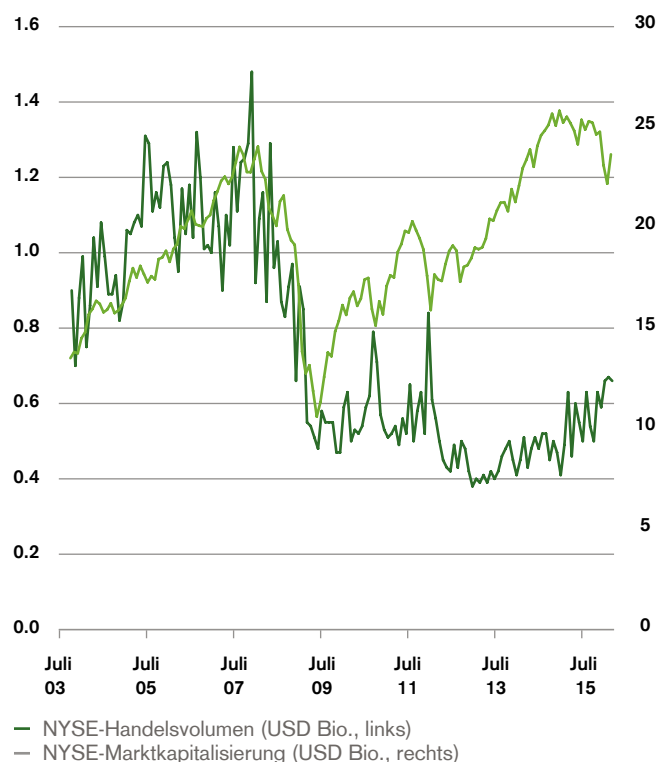
Im Jahrzehnt vor der Finanzkrise von 2007–2008 trugen neue Technologien, der rasche Regulierungsabbau und die lockere Zentralbankpolitik dazu bei, dass Banken vermehrt Risiken eingehen konnten. Dadurch waren sie eher willens und in der Lage, Geld- und Briefkurse für ein breites Spektrum von Finanzanlagen zu stellen. In der Folge hat sich bei den meisten Anlegern ein Trend zum leichteren und kostengünstigeren

Handel etabliert. Diese Entwicklung hat sich mit der Krise nun wieder umgekehrt, weil die Market-Making-Kapazitäten durch höhere Eigenkapitalanforderungen reduziert wurden, während preisstabilisierende Spekulationen durch Beschränkungen der Eigenrisiken begrenzt werden. Darüber hinaus stehen die USA kurz vor der ersten Erhöhung der kurzfristigen Zinsen.

Banken, die den Kauf und Verkauf von Finanzanlagen anbieten (Market-Maker), sehen sich mit höheren Kapitalkosten, verkleinerten Bilanzen und einem konservativeren Risikoverhalten von Aktionären, Einzahlern und Aufsichtsbehörden konfrontiert. Infolgedessen haben sie die Geld-Brief-Spannen erweitert und damit indirekt den Preis erhöht, den sie von ihren Kunden für die Risiken verlangen, die sie als Market-Maker eingehen. Darüber hinaus neigen sie nun dazu, den Wert von Transaktionen von Fall zu Fall festzusetzen, anstatt unbesehen Liquidität bereitzustellen. Von der Credit Suisse

Abbildung 1

### An der New York Stock Exchange gehandelte Aktienvolumen weichen von der Erholung der Marktkapitalisierung ab



Quelle: Bloomberg  
Letzter Datenpunkt: 30. Oktober 2015



durchgeführte Studien zur Markttiefe (das heisst, das Volumen der benachbarten Geld- und Briefkurse auf beiden Seiten des aktuellen Mittelkurses, wie für gewöhnlich von Market-Makern angegeben) deuten darauf hin, dass die Tiefe bei US- und europäischen Staatsanleihen beispielsweise deutlich nachgelassen hat seit die US Federal Reserve Ende 2014 ihre Anleihenkäufe drosselte. In den USA hat sich diese Entwicklung deutlicher vollzogen als in Europa. Die Markttiefe lässt sich zudem nur schwer fassen, weil sie rasch und negativ auf einen Anstieg der Volatilität reagiert. Das erklärt unter Umständen auch, warum sich die Liquiditätskennzahlen insgesamt nicht deutlich verschlechtert haben, einzelne Fälle von Illiquidität und extremer Volatilität aber häufiger auftreten.

#### Weniger liquide Anlagen werden noch illiquider – insbesondere zu bestimmten Tageszeiten

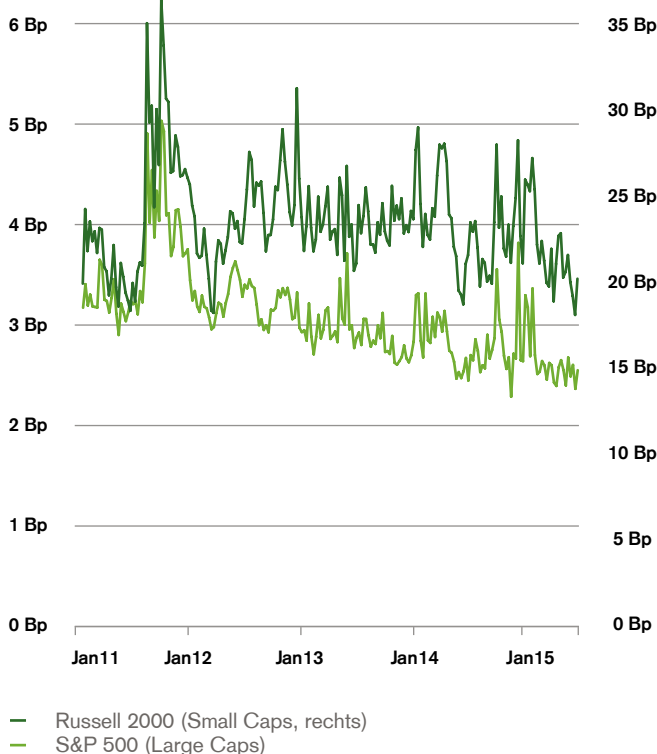
Während die Banken die Geld-Brief-Spannen ausgeweitet haben und im Handel selektiver vorgehen, hat die Zahl

automatisierter High-Tech-Handelsstrategien einiger Anleger zugenommen. Diese Strategien sind so programmiert, dass sie liquide Handelsbedingungen bevorzugen. Das Ergebnis ist eine Clusterbildung von Transaktionen um die «liquideste» Tageszeit. Mehr als eine von sechs Transaktionen mit Aktien, die im S&P 500 geführt werden, fanden 2014 in der letzten Stunde vor Handelsschluss statt, verglichen mit knapp unter einer von zehn im Jahr 2007. Am Nachmittag hingegen trocknet die Liquidität zunehmend aus.

**«Bei Mainstream-Anlagen sind erste Anzeichen von Illiquidität erkennbar. Einige weisen weitere Geld-Brief-Spannen auf, bei anderen ist das maximale Transaktionsvolumen zurückgegangen, besonders zu bestimmten Tageszeiten.»**

Abbildung 2

#### Vergleich der Geld-Brief-Spannen bei Large Caps ggü. Small Caps in den USA



Eine ähnliche Clusterbildung ist an allen Märkten zu beobachten, wobei Märkte, die traditionell weniger liquide sind, nun noch illiquider werden. Diese Tendenz wird an Aktien von US-Small-Caps deutlich, deren Transaktionskosten anfänglich erheblich höher lagen, während die Volumen geringer waren. In den vergangenen drei Jahren haben sich die quotierten Geld-Brief-Spannen für Aktien im Russell 2000 (Small Cap) verglichen mit dem S&P 500 (Large Cap) ausgeweitet (siehe Abbildung 2). Market-Maker (und Marktteilnehmer, die mit hoher Frequenz handeln) haben den grössten Teil der Liquidität auf Large Caps verwendet, auf Kosten von Small Caps.

**«An den Mainstream-Märkten haben offene Fonds den Vorteil, dass sie anders als geschlossene Fonds nahe an der Bewertung bleiben. Doch in ungewöhnlichen Bereichen wie Frontier Markets weisen geschlossene Fonds bei Turbulenzen potenziell Vorteile auf.»**

Quelle: Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: 24. Juli 2015

Eine weitere Folge waren kleinere Handelsvolumen. Sie erwecken die Illusion von Liquidität, die allerdings verschwindet, sobald grössere Handelsvolumen am Markt erhältlich sind. Im vergangenen Jahrzehnt entfielen lediglich rund 10 % des Gesamtvolumens auf den Blockhandel mit Aktien (definiert als Transaktionen mit 10'000 oder mehr Anteilen). Im Jahrzehnt zuvor war es noch ein Drittel.

Kurz gesagt: In puncto Liquidität an den Finanzmärkten ist der weltweite Trend zu beobachten, dass Market-Maker sich auf die liquidesten Wertpapiere und Tageszeiten konzentrieren, während der Handel mit weniger liquiden Anlagen und zu den weniger liquiden Tageszeiten nachlässt. Dadurch entsteht eine zunehmende Liquiditätsinkongruenz zwischen diesen beiden Extremen.

#### **Ausblick: Die Illiquidität an den Finanzmärkten könnte mit dem Beginn der Zinsstraffung durch die Fed zunehmen**

Die lockere Geldpolitik der Zentralbanken weltweit hat unserer Ansicht nach den Rückgang der Handelsliquidität in Grenzen gehalten. Diese sehr expansive Politik nähert sich jedoch ihrem Ende. Der erste Schritt war das Ende der quantitativen Lockerung in den USA im Jahr 2014, der nächste wird die allmähliche Erhöhung der kurzfristigen US-Zinsen ab Ende 2015 sein.

In früheren Zyklen lagen erhebliche Zeitdifferenzen zwischen der Einleitung einer geldpolitischen Straffung und dem Anstieg der Volatilität an den Anlagemärkten. Dennoch bestand zwischen beiden ein enger Zusammenhang (siehe Abbildung 3). Durch die Normalisierung der Leitzinsen wird sich die Handelsliquidität voraussichtlich weiter verringern. Die Folge – eine höhere Volatilität – dürfte ebenfalls deutlicher spürbar sein.

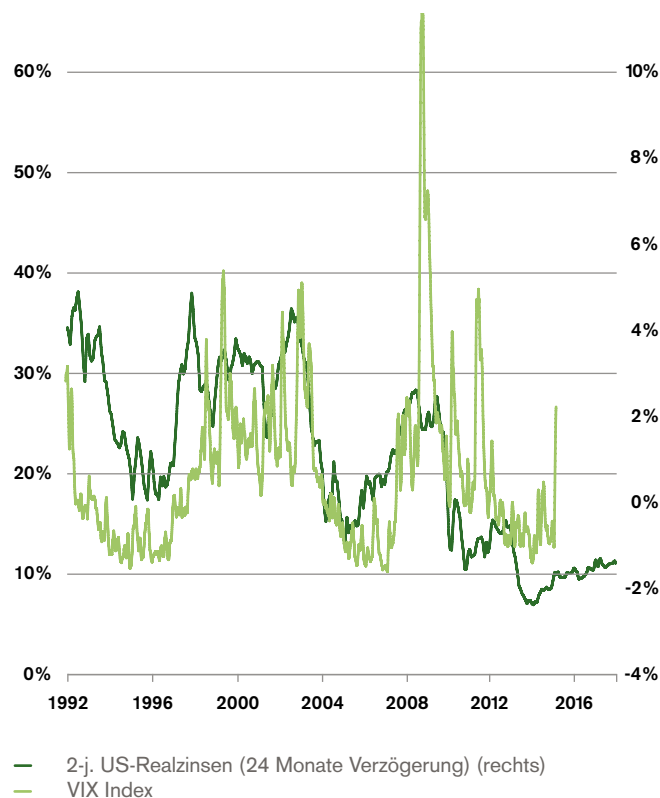
Insbesondere an den Märkten für Unternehmensanleihen erwarten wir etwa ein oder zwei Jahre nach dem Beginn der Zinserhöhungen erschwerte Bedingungen. Dies bedeutet nicht nur höhere Renditen (das heisst niedrigere Preise), sondern auch eine zunehmende Illiquidität an den Sekundärmärkten. Wie oben erwähnt sind viele Unternehmensanleihen am Sekundärmarkt derzeit nur schwer erhältlich und können ohne grosse Schwierigkeiten veräussert werden. Dieser Zustand könnte sich umkehren, sobald die Zinserhöhungen in schnellerem Tempo erfolgen. In diesem Fall könnte Anlegern die Veräusserung ihrer Anleihen zum gewünschten Preis schwer fallen.

Zu den wichtigen Variablen, die es zu beobachten gilt, zählen unserer Ansicht nach insbesondere die Liquiditätsbedingungen in den USA, die wir stellvertretend anhand unseres US Liquidity Indicator darstellen (siehe Abbildung 4). Der US Liquidity Indicator gehört zu unseren hauseigenen Liquiditätsindikatoren, die mehr als nur die Handelsliquidität messen. Sie verfolgen zusätzlich Zinsen, Bonität, den Wohnungsmarkt, die Kreditvergabe der Banken sowie die Geldmenge und liefern damit einen umfassenden Überblick der Liquiditätsbedingungen. Seit die Fed ihre Anleihenkäufe gedrosselt und damit ihre quantitative Lockerung beendet hat, war bereits eine Verschlechterung der Liquiditätsbedingungen zu beobachten, die 2015 bereits zu einigen signifikanten Stresssituationen an den Märkten geführt hat.

Dieses ernüchternde Bild kann vielleicht durch einige Faktoren wieder etwas ausgeglichen werden. Während die Banken immer weniger als Market-Maker fungieren können, wickeln grosse institutionelle Endanleger über neue Handelsplattformen bereits mehr Transaktionen untereinander ab. Dieser Trend

Abbildung 3

#### **Steigende Realzinsen verursachen Volatilität, aber mit Verzögerung**



Quelle: Bloomberg  
Letzter Datenpunkt: 02. November 2015

könnte sich fortsetzen. Indirekt könnten auch kleinere Anleger davon profitieren, wenn dadurch insgesamt der Anstieg der Marktvolatilität begrenzt wird.

### Der Trend zu mehr Illiquidität im Handel ist auch für Anlageentscheidungen von praktischer Relevanz:

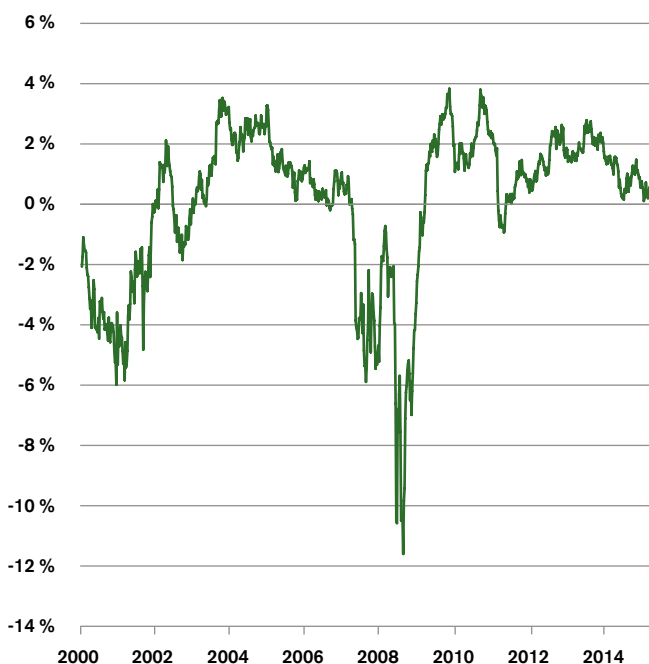
- Anleger sollten ihren voraussichtlichen künftigen Liquiditätsbedarf analysieren und so planen, dass er soweit wie möglich durch erwartete Dividenden, Couponzahlungen und Rückzahlungen gedeckt werden kann. Zugleich sollten sie ihre Abhängigkeit von Veräusserungen auf dem Sekundärmarkt reduzieren, insbesondere bei Unternehmensanleihen, deren Verkauf sich mit dem Fortschreiten des Straffungszyklus der Fed schwieriger gestalten könnte.
- Beim strategischen Portfolioaufbau sollte Illiquidität ebenso berücksichtigt werden wie Volatilität, wenn über die Aufnahme einer Anlage ins Portfolio entschieden wird. In unseren Vermögensverwaltungsmandaten beispielsweise haben wir aufgrund der relativen Illiquidität von Schwellenländeraktien,

Hochzins- und Wandelanleihen das von uns gehaltene Volumen im Vergleich zu anderen Anlagen mit ähnlichem Risiko-Rendite-Profil reduziert.

- Offene Fonds lassen sich ausser unter den extremsten Umständen in der Regel zum oder nahe am zugrunde liegenden Nettoinventarwert veräussern. Dadurch sind sie potenziell attraktiver für Anlagen an den Mainstream-Märkten als geschlossene Fonds, die in Krisenzeiten weit unter ihrem Nettoinventarwert gehandelt werden können. Bei Anlagen ausserhalb von Mainstream-Märkten (zum Beispiel «Frontier Markets») müssen bei offenen Fonds während eines Abschwungs jedoch unter Umständen die liquideren, hochwertigeren Anlagen im Portfolio veräussert werden. In diesem Falle würden lediglich die minderwertigen Anlagen im Portfolio verbleiben, was bei einem geschlossenen Fonds nicht der Fall wäre.
- Anlagen wie Private Equity und einige Immobilienanlagen, die traditionell als illiquide angesehen werden, können in einem diversifizierten Portfolio eine wertvolle Rolle spielen, sofern sie eine ausreichende erwartete Rendite aufweisen. In Krisenzeiten können sie jedoch vorübergehend mit hohen Abschlägen gehandelt werden oder gar unverkäuflich sein. Anleger sollten dies bei der Beurteilung ihres Liquiditätsbedarfs berücksichtigen.
- Auch sollten sich die Anleger sogar bei traditionell liquiden Anlagen auf mehr Volatilität und erhebliche Kursschwankungen einstellen. Extreme Verluste, die Mehrwert schaffen, können sich als ausgezeichnete Einstiegspunkte erweisen. Wer diese nutzen will, sollte ausreichend liquide Mittel bereithalten. Diese können durch die Veräusserung von Anlagen in Phasen euphorischer Kursanstiege erzielt werden. Deutliche Kursverluste (oder -anstiege) sind nicht immer Anzeichen für Einstiegspunkte (oder Ausstiegspunkte). Es sind auch klare Rahmenbedingungen für Wertbeurteilungen erforderlich, wie beispielsweise der Rahmen für die taktische Vermögensallokation, den wir bei unseren Vermögensverwaltungsmandaten verwenden. Die daraus resultierende Strategie wird zudem regelmässig und rechtzeitig im Bericht unseres Anlagekomitees veröffentlicht.

Abbildung 4

#### Credit Suisse Liquidity Indicator



— Credit Suisse Liquidity Indicator US

Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse  
 Letzter Datenpunkt: 04. November 2015









# Ungenutzte Chancen

## Suche nach «versteckten» Anlagentrends

---

Michael O'Sullivan  
CIO UK and EEMEA

Eine Möglichkeit, eine bessere Anlageperformance zu erzielen, ist die Suche nach dem «versteckten Kleinod», also nach Trends, die potenziell ertragsstark und nachhaltig sind, aber noch nicht eingepreist wurden. Hier beschreiben wir drei solcher Trends: (1) die überdurchschnittliche Rentabilität von Unternehmen, die sich durch Geschlechtervielfalt in ihren Vorständen und im Top-Management auszeichnen, (2) die Outperformance einiger Familienunternehmen sowie (3) die Art und Weise, in der die Kapitalmärkte kleiner Volkswirtschaften langfristig besser abschneiden können, als man es ihnen zutrauen würde.

Darüber hinaus beschreiben wir einen vierten Trend, der mit etwas mehr Vorsicht zu genießen, aber potenziell von erheblicher Bedeutung ist: Wie sich der neue Konsens unter Ernährungswissenschaftlern, dass Fett möglicherweise nicht die negativen Auswirkungen hat, die ihm einst zugeschrieben wurden, auf die Verbraucher und die Nahrungsmittelindustrie auswirkt.

Im Think Tank des Credit Suisse Research Institute (CSRI) haben wir diese Themen gründlich analysiert. Dabei stützen wir uns sowohl auf unser grosses internes Research-Netzwerk als auch auf Informationen anderer Berater. Wir haben umfassende eigene Datenbestände entwickelt. Ein Beispiel ist CS Gender 3000, das einzigartige Daten zur Vielfalt in der Mehrzahl der bedeutendsten Unternehmen der Welt enthält. Darüber hinaus haben wir Listen von Aktien erstellt, die für Anlagen in einige dieser Themen verwendet werden können. In einigen Fällen sind auch Anlageprodukte verfügbar.

### **Geschlechtervielfalt in Unternehmen und bessere finanzielle Performance**

Die Auswirkungen von Geschlechtervielfalt auf die Performance von Unternehmen gewinnt als Thema immer mehr an Bedeutung. Ein Mainstream-Thema ist es aber noch nicht, was darauf hindeutet, dass die Märkte seine Wirkung nicht immer angemessen widerspiegeln. Daraus können sich Anlagechancen ergeben. 2015 überarbeitete das CSRI einen älteren Bericht zum Thema «Geschlechtervielfalt und Unternehmensperformance» (Gender Diversity and Corporate Performance Report). Der neue Bericht enthielt zum ersten Mal nicht nur Daten zu den Unternehmensvorständen, sondern auch zum Top-Management. Der Bericht trägt den Titel «CS Gender 3000» und identifiziert das Geschlecht von mehr als 28'000 Top-Managern in über 3000 führenden Unternehmen, die von Analysten der Credit Suisse weltweit abgedeckt wurden.

Die Studie zeigt, dass der Frauenanteil unter Top-Managern in vielen Fällen zwar ähnlich hoch anzusiedeln ist wie in den Vorständen, die Funktionen dieser weiblichen Führungskräfte jedoch asymmetrisch auf Bereiche mit weniger Einfluss entfallen. Auch bestehen für Frauen weniger Chancen, in die oberste Riege eines Unternehmens aufzurücken. Sie zeigt ferner, dass Frauen in «New Economy»-Firmen und Dienstleistungsunternehmen («nicht manuelle Tätigkeiten») stärker vertreten waren als in weiten Teilen der verarbeitenden Industrie und des Baugewerbes, wenngleich sektorbezogene Muster dieser Art weniger wichtig sind als länderspezifische oder kulturelle Faktoren.

Aus Anlegersicht bestätigt der neue Bericht die meisten entscheidenden Ergebnisse der ursprünglichen Version. Insbesondere wird eine grössere Vielfalt in Vorständen und im Top-Management empirisch mit einer höheren Eigenkapitalrendite (ROE) assoziiert. Dies wiederum ist im Verlauf der Zeit mit einer überdurchschnittlichen Aktienkursentwicklung verbunden, bei der nicht nur die Erträge, sondern auch die Bewertungen höher ausfallen. Dabei handelt es sich zwar eher um Korrelationen als um einen nachweislich kausalen

Zusammenhang, doch bemerkenswert sind diese Ergebnisse trotzdem. Sie deuten darauf hin, dass Anlagestrategien, die auf öffentlichen Informationen über Geschlechtervielfalt beruhen, das Potenzial haben, über einen längeren Zeitraum eine erhebliche Outperformance zu erzielen – eine wesentliche Schlussfolgerung für Anleger.

**«Die Auswirkungen von Geschlechtervielfalt auf die Performance von Unternehmen gewinnt als Thema immer mehr an Bedeutung. Allerdings ist es noch nicht vollkommen zu einem Mainstream-Thema geworden. Dadurch können sich Anlagechancen ergeben.»**

Die zusätzliche Analyse des Top-Managements liefert zudem neue Erkenntnisse. Es gibt keine Hinweise darauf, dass von Frauen geführte Unternehmen Defizite bei der Aktienrendite in Kauf nehmen müssen, weil sie bei der Fremdkapitalaufnahme finanziell konservativ vorgehen. Auch die Ausschüttungsquoten sind höher. In einer anderen Hinsicht, die potenziell positive Folgen hat, erweisen sich weibliche CEOs indessen als konservativer als ihre männlichen Kollegen. Sie sind weniger auf Übernahmen fokussiert, wenn sie eine Führungsrolle übernehmen. Andere Studien haben gezeigt, dass sich Übernahmen häufig nachteilig auf den Shareholder Value auswirken.

Makroökonomisch gesehen stellen wir fest, dass die Vielfalt im Vorstand fast in jedem Land und jedem Sektor zugenommen hat. So stieg sie in unserer globalen Stichprobe von 9,6 % im Jahr 2010 auf 12,7 % per Ende 2013. Der Anteil von Frauen im Top-Management (CEO und Vorstandsmitglieder, die dem CEO unterstehen) lag Ende 2013 bei 12,9 %. Wie bereits erwähnt, bestehen jedoch grosse Unterschiede zwischen Sektoren und Ländern. Bemerkenswert ist, dass Länder mit offiziellen Frauenquoten im Vorstand zumindest bisher keinen Folgeeffekt für den Frauenanteil im Top-Management zeigen.

Aus Anlegersicht ist es möglich, Strategien anhand einer Auswahl von Unternehmen aufzubauen, die einen überdurchschnittlich hohen Frauenanteil im Vorstand und/oder im Top-Management aufweisen. Diese Liste würden wir weiter verfeinern, sodass nur Unternehmen einbezogen werden, die auf unserer HOLT-Scorecard auch gute operative Werte und

Bewertungskennzahlen erzielen. Anleger könnten eine solche Strategie entweder durch den direkten Kauf der Aktien oder, falls verfügbar, eines geeigneten Anlageprodukts umsetzen.

### Familienunternehmen – Stabilität und Potenzial für eine langfristige Outperformance

Einige Familienunternehmen sind in Privatbesitz, doch es gibt auch viele börsennotierte Unternehmen, an denen eine einzelne Familie signifikant beteiligt ist. Die Credit Suisse fokussiert sehr stark auf Familienunternehmen und hat seit 2007 in regelmässigen Abständen Studien zu diesem Thema veröffentlicht. Die letzte dieser Studien war der «Family Business Model Report» von CSRI im Jahr 2015. Bei unseren Studien hat sich herausgestellt, dass Familienunternehmen in hohem Masse auf mittel- bis langfristige Renditen fokussieren. Historisch gesehen haben sie mit diesem Ansatz erfolgreich gute Ergebnisse erzielt, an denen Anleger potenziell partizipieren könnten, sollte sich dieser Trend in Zukunft fortsetzen.

Familienunternehmen heben sich von der breiteren Unternehmenswelt ab und weisen ein anderes Renditeprofil auf. Hauptgründe sind unserer Auffassung nach ihr Bestreben, die Kontrolle zu behalten, was eine vorsichtiger und effizientere Unternehmensführung und Umsetzung von Strategien zur Folge hat, und ein Fokus auf Mehrwertprodukte und Marktentwicklung. Ferner liegen Hinweise darauf vor, dass Familienunternehmen sich stärker auf ihr Kerngeschäft konzentrieren. Folglich sind sie weniger an Übernahmen interessiert, und ihr Wachstum ist organisch. Die Investitionsintensität – sei es Forschung und Entwicklung oder der umfassendere

Investitionsaufwand – ist geringer als bei anderen Unternehmen. Sie stellt jedoch in der Regel eine geringere Belastung für die kurzfristige Eigenkapitalrendite (ROE) dar, was darauf hindeutet, dass die beschlossenen Investitionen sowie Forschung und Entwicklung effizienter sind.

Um unsere Beurteilung des Zustands von Familienunternehmen zu unterstützen, haben wir CS Global Family 900 aufgebaut, eine detaillierte Finanzdatenbank, in der 900 Familienunternehmen aus aller Welt erfasst sind. Diese Gruppe von Unternehmen verzeichnete seit 2006 Überrenditen von 4,5 % (jährliche Wachstumsrate) gegenüber dem MSCI All Countries World Index. Auf längere Sicht haben die Familienunternehmen im CS Global Family 900 verglichen mit den Benchmarks den doppelten wirtschaftlichen Gewinn – also der Ertrag, der über die Opportunitätskosten für die Nutzung von Vermögen oder Kapital hinausgeht – erwirtschaftet.

In der Regel weisen Familienunternehmen in den reiferen Märkten der USA und Europas ein Geschäftsmodell mit einer geringeren Eigenkapitalrendite (ROE) auf. In Asien und im EMEA-Raum ist die ROE hingegen höher. Eine niedrigere ROE zeigt, dass die familiären Eigentümer konservativere Strategien und umfassendere Prioritäten verfolgen als rein finanzielle Erträge. Auch die Fremdkapitalaufnahme ist bei Familienunternehmen in den USA und in Europa – wie bereits in früheren Studien festgestellt – geringer.

Tabelle 1

#### Frauenanteil im Vorstand nach Branche (%)

	2010	2011	2012	2013
Nicht-Basiskonsumgüter	10.6 %	11.3 %	12.4 %	13.4 %
Basiskonsumgüter	13.3 %	14.2 %	14.9 %	16.3 %
Energie	6.7 %	7.7 %	8.3 %	9.4 %
Finanzen	11.3 %	12.0 %	13.0 %	14.8 %
Gesundheit	11.7 %	12.4 %	12.9 %	14.1 %
Industrie	7.8 %	8.7 %	9.9 %	11.0 %
Grundstoffe	6.8 %	7.7 %	8.6 %	10.0 %
Technologie	8.1 %	8.4 %	9.0 %	10.9 %
Telekom	11.1 %	11.0 %	12.4 %	14.2 %
Versorger	10.6 %	11.0 %	12.0 %	14.4 %
<b>Gesamt</b>	<b>9.6 %</b>	<b>10.3 %</b>	<b>11.3 %</b>	<b>12.7 %</b>

Quelle: Credit Suisse Research

Tabelle 2

#### Frauenanteil im Vorstand nach Region 2013 (%)

	0	<10 %	10–20 %	20–30 %	>30 %
Nordamerika	24.7	11.0	39.6	18.6	6.0
Europa	10.3	6.3	31.4	32.8	19.2
EMEA	39.6	10.4	29.2	15.1	5.7
Lateinamerika	56.0	13.1	19.0	10.7	1.2
Asiatische Industrieländer	54.0	11.1	24.3	8.7	1.9
Asiatische Schwellenländer	49.5	17.2	23.3	6.7	3.3
<b>Gesamt</b>	<b>33.7</b>	<b>11.1</b>	<b>31.4</b>	<b>16.9</b>	<b>6.9</b>

Quelle: Credit Suisse Research

Schliesslich zeigen unsere Daten, dass Familienunternehmen organisch wachsen. Seit 1990 haben Fusionen und Übernahmen lediglich 2,1% zum Umsatz beigetragen, verglichen mit 5,8% bei Unternehmen, die nicht in Familienbesitz sind. Ferner stellt sich heraus, dass Familienunternehmen bessere und kostengünstigere Akquisitionen vornehmen, die in den drei Jahren nach der Übernahme höhere Wachstumsraten und Erträge einbringen.

Anleger können eine Strategie entwickeln, mit der sie an dieser potenziellen Performance partizipieren können. Dazu müssen kleine Portfolios von Unternehmen mit erheblicher Familienbeteiligung zusammengestellt werden, die darüber hinaus auf unserer HOLT-Scorecard gut abschneiden. Wie beim Thema Geschlechtervielfalt könnten Anleger eine solche Strategie entweder durch den direkten Kauf der Aktien oder, falls verfügbar, eines geeigneten Anlageprodukts umsetzen.

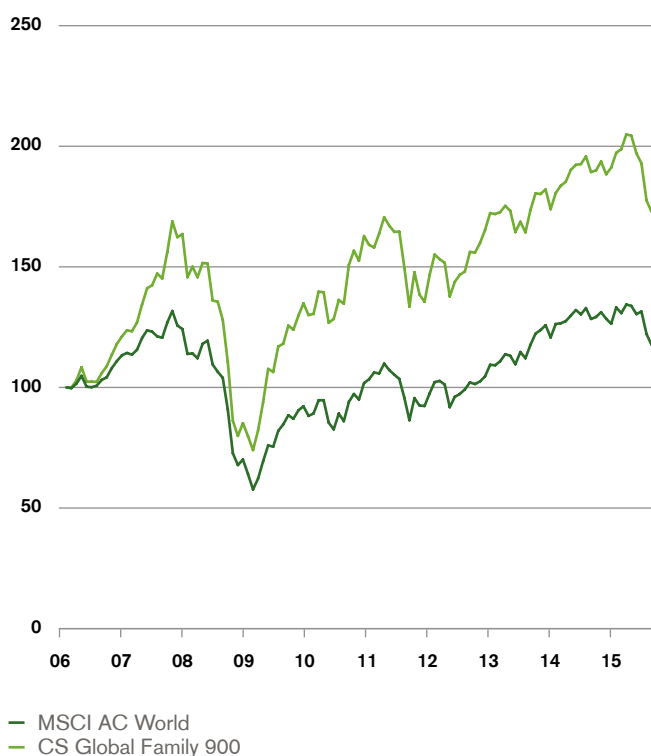
### Der Erfolg kleiner Länder und ihrer Märkte

Der langfristige wirtschaftliche Erfolg einiger kleiner Industrieländer wie Singapur oder der Schweiz ist weithin bekannt. Die Beziehung zwischen der Grösse des Landes und der Performance seiner Aktien- und Anleihenmärkte ist hingegen weniger gut erforscht, wenngleich zahlreiche Vergleiche der Performance kleiner und grosser Unternehmen an nationalen Aktienmärkten vorliegen. Unser aktuelles Research versucht, diese Lücke zu schliessen und festzustellen, ob dieses kaum erforschte Gebiet potenzielle Anlagechancen bietet. Wir haben die Verbindung zwischen der makroökonomischen Entwicklung und der Performance der Kapitalmärkte kleiner Länder untersucht. Dabei stellte sich heraus, dass die Aktienmärkte kleiner Industriestaaten auf lange Sicht besser abschneiden als diejenigen grosser Länder. Gleiches gilt, wenngleich weniger ausgeprägt, für die Anleihenmärkte kleiner Industrieländer.

Der Fall Griechenland zeigt unterdessen, dass eine geringere Grösse per se keine Erfolgsgarantie bietet. Die Voraus-

Abbildung 1

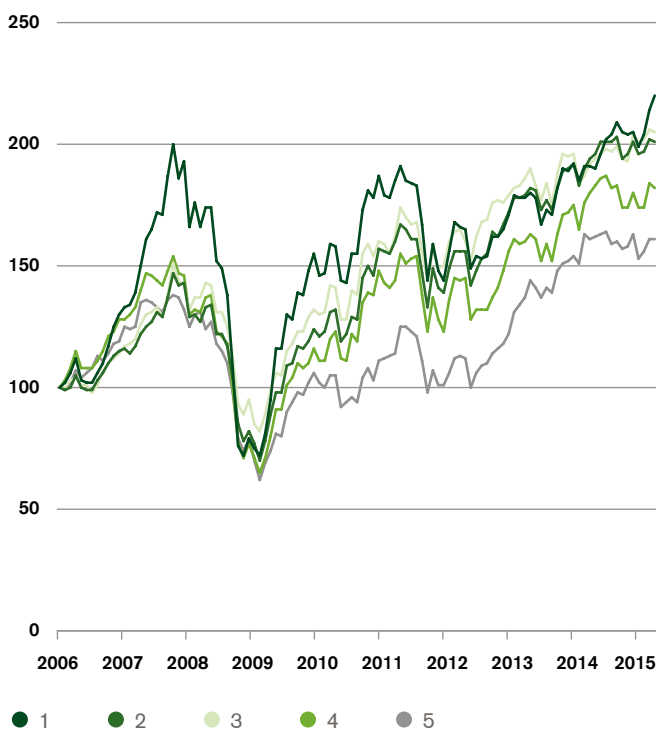
#### CS Global Family 900 Universum ggü. MSCI ACWI



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse Research  
 Letzter Datenpunkt: 10. November 2015

Abbildung 2

#### Aktienkursrenditen nach Generation



Quelle: Credit Suisse HOLT  
 Letzter Datenpunkt: 10. November 2015



setzungen für eine starke nachhaltige wirtschaftliche Performance wurden in dem 2014 veröffentlichten Bericht über den «Erfolg kleiner Länder» (Success of Small Countries Report) von CSRI analysiert. Darin entwickelten wir einen CS Country Strength Index, um die Schlüsselfaktoren für ihren Erfolg zu identifizieren. Sechs der zehn Länder, die in diesem Index am besten abschnitten, waren kleine Industriestaaten. Unseren Erkenntnissen zufolge zählten «immaterielle Infrastrukturen» wie Bildung, Technologie und Gesundheit, die an sich Wachstumstreiber waren und die Grundlage für künftigen Erfolg bildeten, zu den Schlüsselfaktoren. Anleger können den Index zur Auswahl von Ländern verwenden. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass langfristiger Erfolg dieser Länder nicht automatisch auch auf kurze Sicht Schutz vor nachteiligen globalen Wirtschaftskräften bietet. Kleine Länder können sogar stärker oder rascher davon betroffen sein als grössere Länder. So waren die Schweiz und Dänemark beispielsweise 2015 gezwungen, negative Zinsen einzuführen. Einer der Gründe bestand darin, dass ihr Erfolg überschüssige Mittelzuflüsse anzog. Neuseeland und Norwegen leiden unter

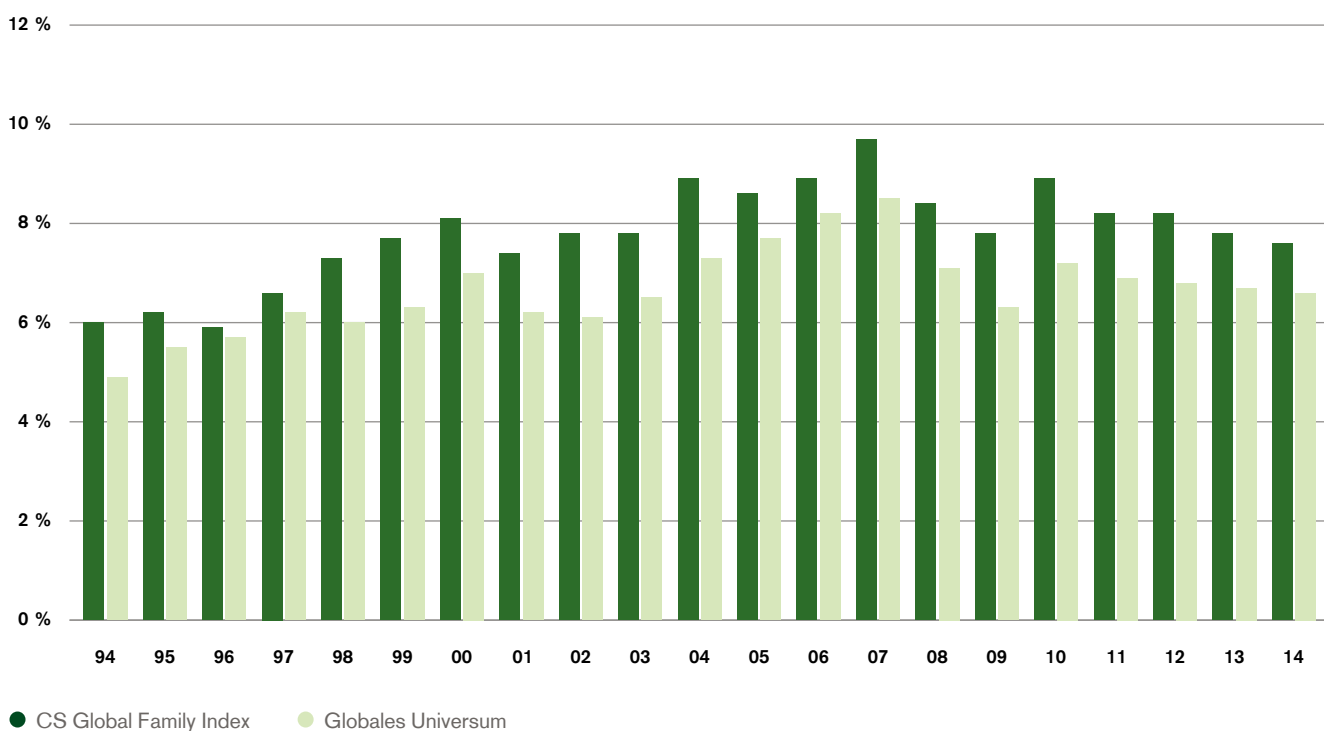
den Nebenwirkungen der Wachstumsverlangsamung in China. In Irland und Portugal indessen sind die sozialen Kosten der Sparmassnahmen offenkundig. Die Zentralbanken in Skandinavien schliesslich haben Schwierigkeiten, die Nebenwirkungen der importierten Deflation zu begrenzen. Insgesamt können kleine Länder als «Frühwarnmeldesystem» betrachtet werden, an dem viele Ungleichgewichte der Welt zuerst deutlich werden.

Um Anlegern Zugang zu diesem Thema zu ermöglichen, haben wir einen Korb von 20 Aktien zusammengestellt, der die Entwicklung kleiner Industriestaaten veranschaulicht. Ryanair und Novartis zählen zu den Unternehmen, die in unserem HOLT-Bewertungsrahmen eine hohe Punktzahl erzielen, von Analysten positiv eingeschätzt werden und auch bei anderen Finanzkennzahlen gut abschneiden.

\* CFROI®, HOLT, HOLTfolio, HOLTSelect, ValueSearch, AggreGator, Signal Flag und «Powered by HOLT» sind Markenzeichen oder Dienstleistungsmarken oder eingetragene Markenzeichen oder eingetragene Dienstleistungsmarken der Credit Suisse AG oder ihrer verbundenen Unternehmen in den USA und anderen Ländern. HOLT ist eine Beratungsdienstleistung der Credit Suisse bezüglich Unternehmensperformance und -bewertung.

Abbildung 3

#### Cash Flow Return on Investment (CFROI) des CS Global Family 900-Universums ggü. MSCI ACWI



Quelle: Credit Suisse HOLT  
 Letzter Datenpunkt: 04. November 2015

## Fett – das neue Gesundheitsparadigma

Das vierte und letzte Thema, das wir hier erörtern wollen, bildet sich derzeit noch sehr langsam heraus, und seine investitionsbezogenen Auswirkungen sind noch nicht vollkommen klar. Es hat jedoch das Potenzial, eine immense Wirkung zu entfalten. Deshalb beleuchten wir es für Anleger, die das Thema bereits in einem frühen Stadium verfolgen und später entsprechend umsetzen wollen, sobald sich eine geeignete Anlagestrategie abzeichnet.

Fett ist neben Eiweiss und Kohlenhydraten einer der drei Makronährstoffe jeder Ernährung. In den vergangenen 50 Jahren riet die Ernährungswissenschaft zu einem moderaten Fettkonsum. Der Verzehr von gesättigten Fetten (Butter, Schmalz, Milch, rotes Fleisch, Kokosnussöl usw.) und Cholesterin (Eier) sollte vermieden, die Aufnahme von mehrfach

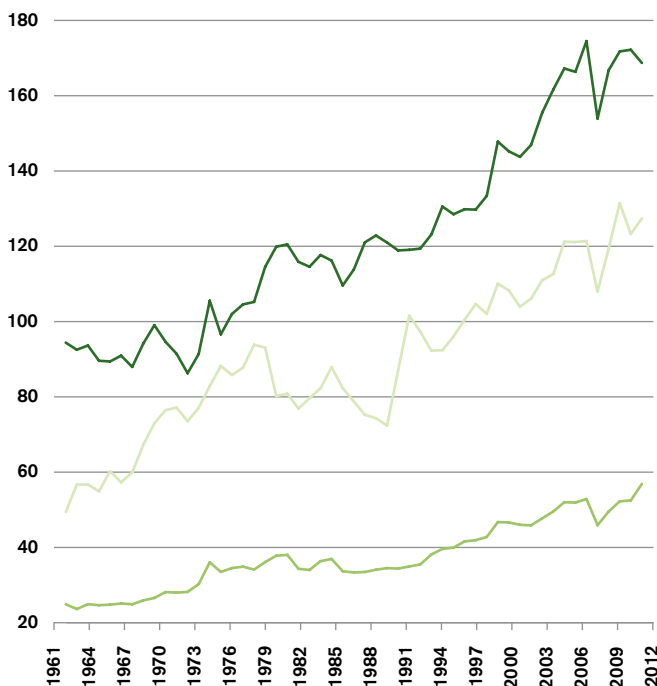
ungesättigten Fetten (Soja-, Sonnenblumen-, Mais- oder Baumwollsaatöle) und Kohlenhydraten (Nudeln, Brot, Zucker usw.) dagegen gesteigert werden.

Diese Empfehlungen waren in den letzten 10–15 Jahren Gegenstand heftiger Debatten. Einige behaupten, dass die Ergebnisse dieser Ernährungsempfehlungen nirgendwo deutlicher zu sehen sind als in den USA, wo 35 % der Bevölkerung übergewichtig sind und ein ähnlich hoher Anteil der Bevölkerung an Stoffwechselsyndromen leidet. Andere sprechen sich dafür aus, die gegenwärtig «allgemein akzeptierten Grundsätze» aufrechtzuerhalten, die für gesättigte Fette eine Obergrenze von höchstens 10 % der täglichen Energiezufuhr und keine Beschränkungen bei einfach ungesättigten Fetten (Oliven-, Raps- und Palmöl, Nüsse), mehrfach ungesättigten Fettsäuren oder Kohlenhydraten vorsehen.

Abbildung 4

### Kleine Industriestaaten sind offener als grössere

% BIP



— Kleine Länder (Entwicklungsländer)  
— Grosse Länder (Industrielländer)  
— Kleine Länder (Blue Chips)

Quelle: Weltbank, Credit Suisse

Tabelle 3

### Kleine Länder dominieren CS-Globalisierungsrankings

Land	Grösse	Bewertung
Luxemburg	S	0.97
Schweiz	S	0.89
Hongkong	S	0.87
Irland	S	0.84
Belgien	M	0.82
Ungarn	S	0.81
Island	S	0.81
Niederlande	M	0.80
Malta	S	0.80

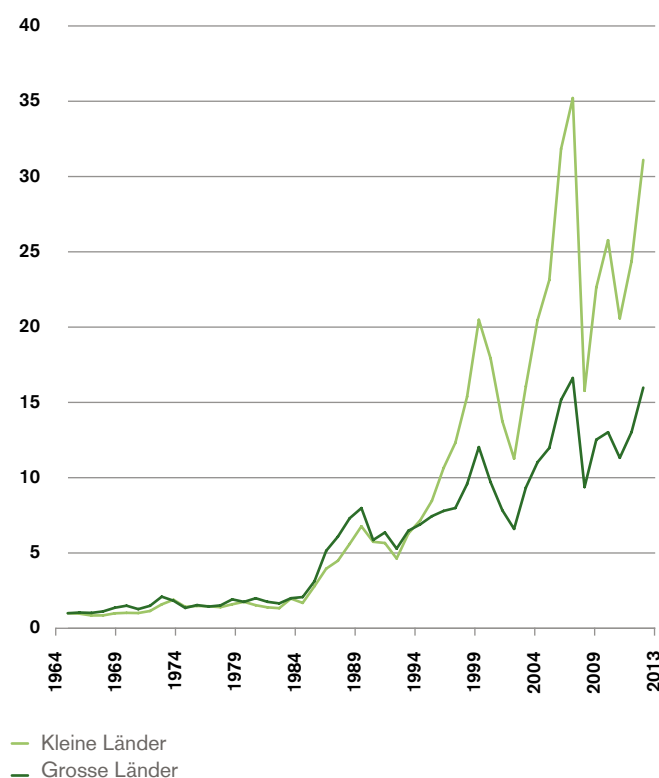
In unserem jüngsten CSRI-Bericht, der den Titel «Fett – das neue Gesundheitsparadigma» (Fat – the New Health Paradigm) trägt, nehmen wir das Ökosystem «Fett» genauer unter die Lupe. Wir untersuchen die fünf Hauptarten von Fett, die wichtigsten fettreichen Lebensmittel und deren Hersteller, die medizinische Forschung zu Fett und die Wahrnehmung der Ärzte, Verbraucher und Gesundheitsbehörden.

Unsere Studie zeigt, dass die Wahrnehmung von Verbrauchern und Ärzten sich mit den offiziellen Ernährungsempfehlungen deckt. Doch der Verzehr von Butter steigt weltweit jährlich um 2–4 % und der Konsum von Vollmilch stieg im ersten Halbjahr 2015 in den USA um 11 %, während derjenige von entrahmter Milch um 14 % zurückging. In den vergangenen zwölf Monaten stieg der Verzehr von Eiern in den USA um 2 %, bei Bio-Eiern sogar um 21 %.

Abbildung 5

**Langfristig (Gesamtrenditen) erzielten kleine Länder offenbar eine Outperformance**

Indexiert, 1964=1



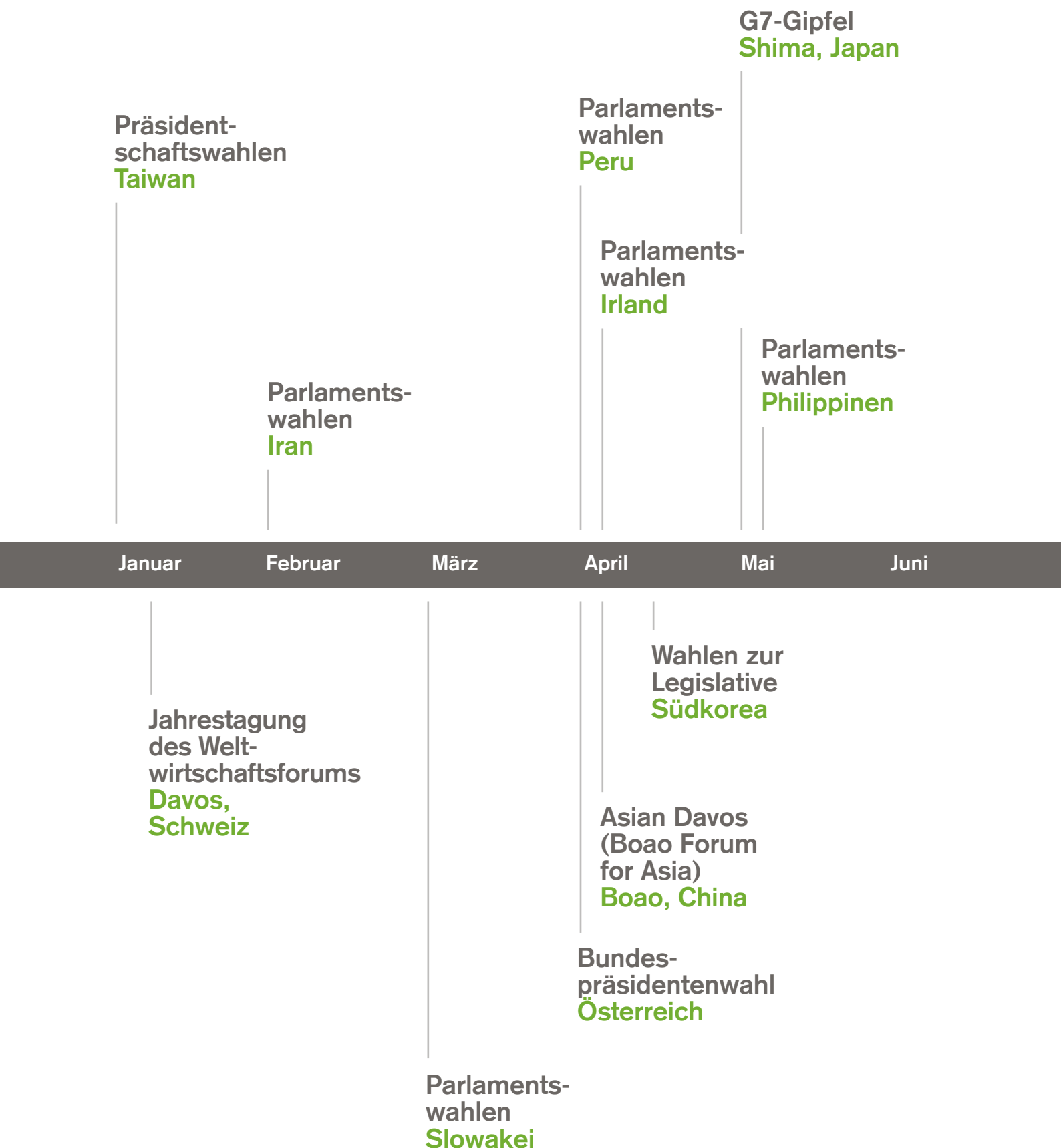
Quelle: DMS-Datenbank, Credit Suisse/IDC

Unserer Meinung nach stehen wir vor einem Wendepunkt. Unsere eigene Analyse stützt diese neuen Trends. Jüngere medizinische Forschungen haben gezeigt, dass der Verzehr von Cholesterin kaum Einfluss auf den Cholesterinwert im Blut und somit auf potenzielle Herzerkrankungen hat. Auch wurde bisher noch nicht nachgewiesen, dass eine Verbindung zwischen dem Verzehr gesättigter Fette und einem erhöhten Herz-Kreislauf-Risiko besteht. Mit anderen Worten: Der Verzehr von gesättigten Fetten hat keine negativen Auswirkungen im Hinblick auf Herzerkrankungen. Indessen dürften bei den gegenwärtigen Verzehrsmengen in den Industrieländern mehrfach ungesättigte Omega-6-Fettsäuren (Pflanzenöle) kaum die Gesundheitsvorteile haben, die man sich davon verspricht.

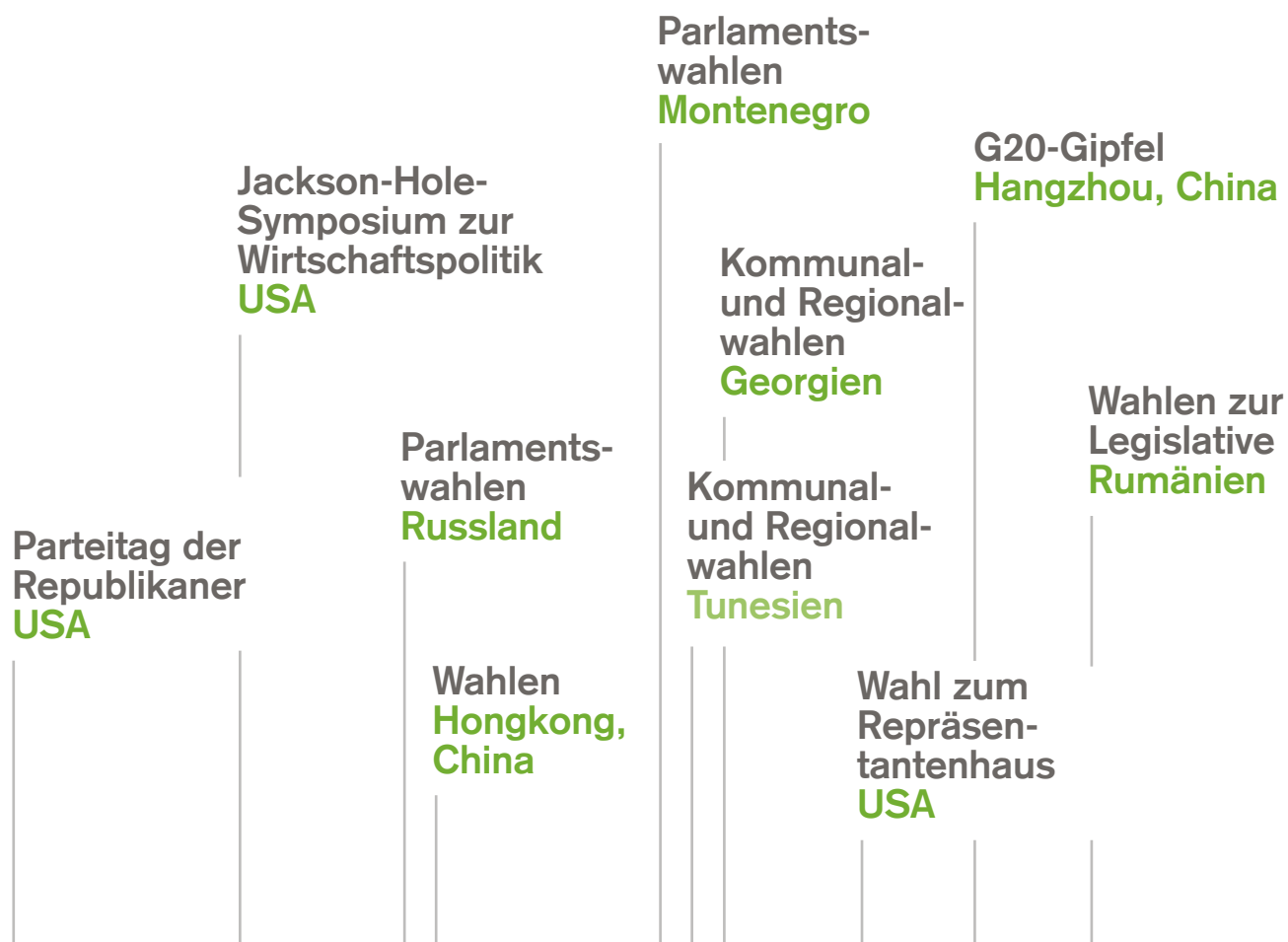
Der Bericht schliesst mit der Feststellung, dass natürliche Fette gesund und entscheidend für die Entwicklung einer Gesellschaft sind, die auf eine gesunde Lebensweise und nicht auf die Heilung Kranker fokussiert ist. Fett ist eine der besten Energiequellen, die wir speichern und nutzen können. Gesättigte und einfach ungesättigte Fettsäuren sind eine gute Energiequelle, und Omega-3 weist erstaunliche vorbeugende Eigenschaften für unser Herz und Gehirn auf. Unternehmen, die sich am schnellsten diesem neuen Konsens anpassen, dürften überdurchschnittlich abschneiden; wer die Sachlage jedoch zu spät erkennt, dürfte zu den Underperformern gehören. Wir rechnen damit, dass sich hier im Laufe der Zeit ein klareres Anlagethema herauskristallisieren wird.

# Wichtige globale Ereignisse 2016

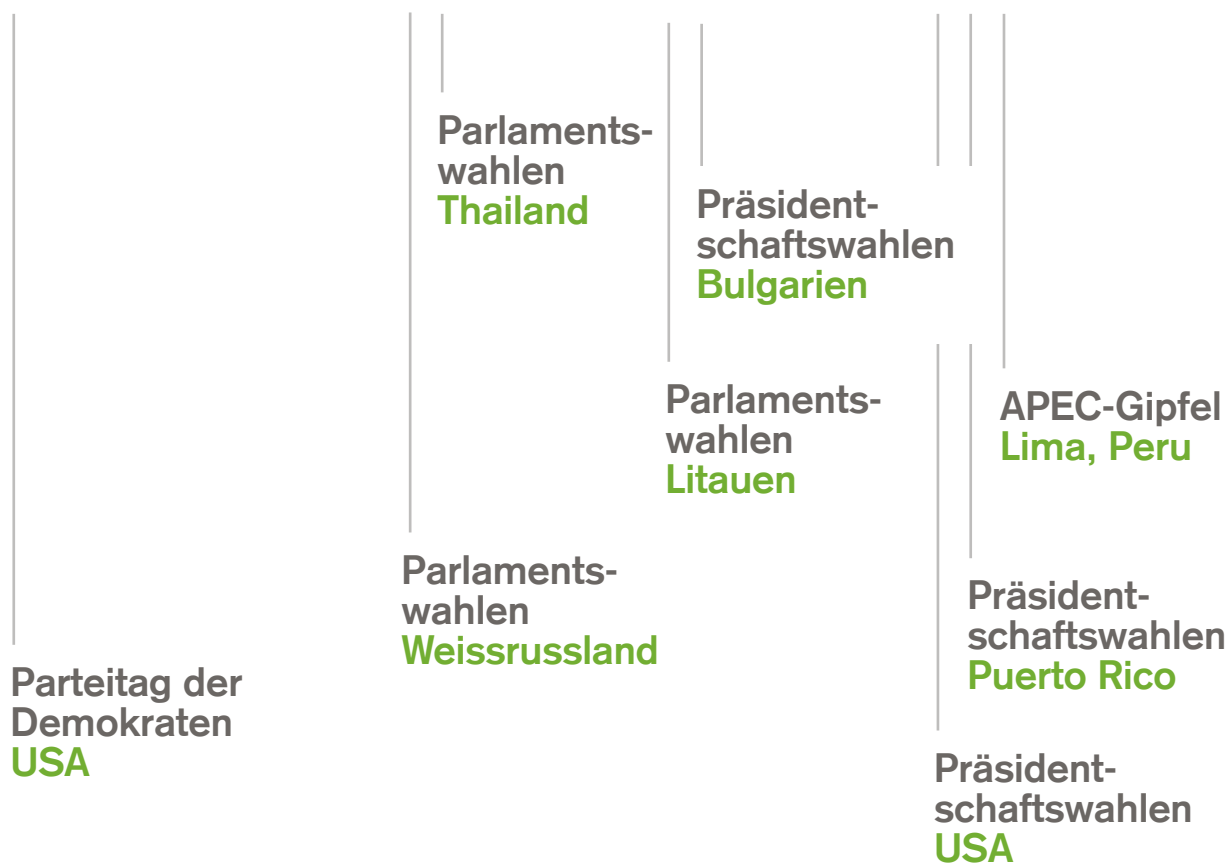
(Änderungen vorbehalten)







Juli      August      September      Oktober      November      Dezember



---

## Risikowarnung

Dieser Bericht kann Informationen über Anlagen, die mit besonderen Risiken verbunden sind, enthalten. 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 [https://www.swissbanking.org/en/home/publikationen-link/shop\\_popup.htm?ID=11308](https://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 Wertpapiere wie beispielsweise ADRs, deren Wert von Wechselkursschwankungen beeinflusst wird. **Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden.**

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.

## 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 Schuldnern, 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.

## 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 resultierende 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 dort geltendem 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 Marktkommentare 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 Anlagendienstleistungen 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. **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 Luxemburg. Sie untersteht zudem der prudentiellen 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. **Gibraltar:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited vertrieben. Die Credit Suisse (Gibraltar) Limited ist eine unabhängige Gesellschaft, die zu 100 % im Besitz der Credit Suisse ist. Sie untersteht der Regulierung der Gibraltar Financial Services Commission. **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). **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 Counselling, 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) Limited wird diesen Bericht nicht ausserhalb Japans verteilen oder in Länder ausserhalb Japans weiterleiten. **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. **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. **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). **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 US-PERSONEN 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 © 2015 Credit Suisse Group AG und / oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

15C028A\_IO



Credit Suisse AG  
P.O. Box 100  
CH-8070 Zurich  
**[credit-suisse.com](https://www.credit-suisse.com)**

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