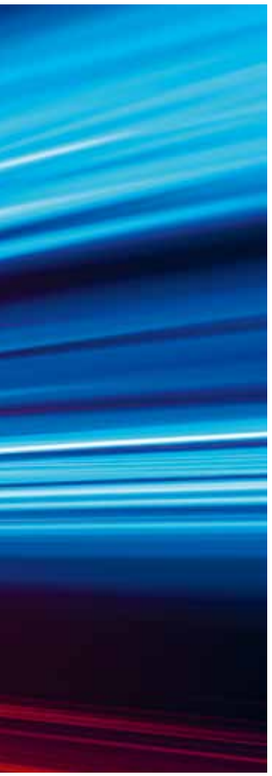
CREDIT SUISSE

Investment Outlook 2022

Der grosse Wandel.

Investment Outlook 2022

Der grosse Wandel.



Erfahren Sie mehr

Inhalt

06 Vorwort des CEO
08 Editorial
10 Rückblick 2021
12 Wesentliche Einschätzungen 2022
64 Disclaimer
66 Impressum

15 Welt-wirtschaft

16 Ein Jahr des Wandels
21 Das Jahrzehnt nach COVID-19
24 Regionaler Ausblick
26 Sonderthema: Nachhaltigkeit

31 Haupt-anlageklassen

32 Fixed Income
38 Aktien
46 Währungen
48 Immobilien
50 Hedge-Fonds
52 Private Markets
54 Rohstoffe
56 Supertrends nach der COVID-19-Krise

59 Anlagestrategie 2022

60 Anlagestrategien für 2022
62 Prognosen

Aus meiner Perspektive

Thomas Gottstein
CEO Credit Suisse Group AG

In den letzten Jahren, insbesondere 2021, haben wir erlebt, wie wichtig es ist, unseren Planeten, aber auch kleine Unternehmen, Arbeitnehmende und die Schwächsten in unserer Gesellschaft zu schützen. Mit Blick auf 2022 bin ich der festen Überzeugung, dass Banken wie die Credit Suisse weiterhin eine wichtige Rolle dabei spielen werden, wenn es darum geht, unsere Kunden durch die wirtschaftliche Erholung in einer Welt nach der Pandemie zu begleiten.

Wie wir im aktuellen Investment Outlook darlegen, denken wir, dass die Wirtschaft nach der Pandemie deutlich anders sein wird als vor der Krise. Die Probleme in den globalen Lieferketten dürften allmählich überwunden werden, was dazu beitragen wird, die Inflation in einigen Güterkategorien abzumildern.

Gleichwohl werden wir im nächsten Jahrzehnt und darüber hinaus mit gravierenden strukturellen Herausforderungen konfrontiert sein, darunter die fortschreitende Alterung der Bevölkerung und die Bestrebungen zur Reduktion der CO_2-Emissionen. Anders ausgedrückt: Wir befinden uns am Beginn eines grossen Wandels.

Mit unserer neuen strategischen Vision für die Credit Suisse unterstreichen wir unser Engagement, diesen Wandel mit differenzierten Innovationen voranzutreiben, flexibel zu agieren und dabei Wachstum für Firmen, Anleger und Unternehmer zu fördern. Dabei ist die Credit Suisse House View von besonderer Bedeutung, denn sie bildet die Grundlage für unsere Beratung sowie das Anlageverständnis, das wir unseren Vermögensverwaltungskunden weltweit vermitteln möchten.

Ich wünsche Ihnen ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2022.

Thomas Gottstein

Der grosse Wandel

Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer

Im kommenden Jahr wird ein bedeutender Wandel in der Wirtschaft und im Finanzwesen einsetzen. Wir werden nicht nur zur neuen Realität nach der COVID-19-Pandemie übergehen, es erwarten uns auch ein über dem Trend liegendes Wachstum und eine Reflation mit einer Normalisierung der Geldpolitik sowie moderatere Renditen an den Finanzmärkten. Insbesondere wird der Wandel auch einen stärkeren Fokus auf Nachhaltigkeit mit sich bringen, während sich die Welt auf dem Weg zur Klimaneutralität befindet.

Ganze zwei Jahre nach dem Ausbruch des Coronavirus sucht die Welt immer noch nach einem Ausweg aus der Pandemie. 2021 war geprägt von wichtigen Schritten in Richtung Normalisierung – darunter die Impfkampagnen, die damit verbundene Lockerung und in vielen Teilen der Welt sogar die Aufhebung von Beschränkungen. Aber es gab auch Rückschläge, da die Ausbreitung der Delta-Variante den Aufschwung in einigen Regionen bremste. COVID-19 scheint jetzt zwar besser unter Kontrolle, doch einige Teile der Weltwirtschaft wie etwa die Arbeitsmärkte haben sich noch nicht wieder vollständig erholt. Im kommenden Jahr rechnen wir erneut mit einem soliden globalen Wachstum, das weitgehend von denselben Faktoren getragen wird, die schon 2021 für einen Aufschwung gesorgt haben.

Aus Anlegersicht war das Jahr 2021 mit erneuten Aktienerträgen im zweistelligen Prozentbereich erfreulich. Das Gewinnwachstum fiel stark aus und übertraf bezogen auf den MSCI AC World Index sogar die vor der Pandemie verzeichneten Höchststände. Die Unternehmensgewinne werden wohl auch 2022 wieder den wichtigsten Treiber der Aktienrenditen darstellen, sodass diese solide, wenn auch etwas niedrigere Niveaus im einstelligen Prozentbereich erreichen dürften. Da Fixed Income als Anlageklasse weiterhin nur magere Erträge erzielt, sollten Anleger zur weiteren Diversifizierung mitunter auf Anlagestrategien setzen, die nichttraditionellen Mustern folgen.

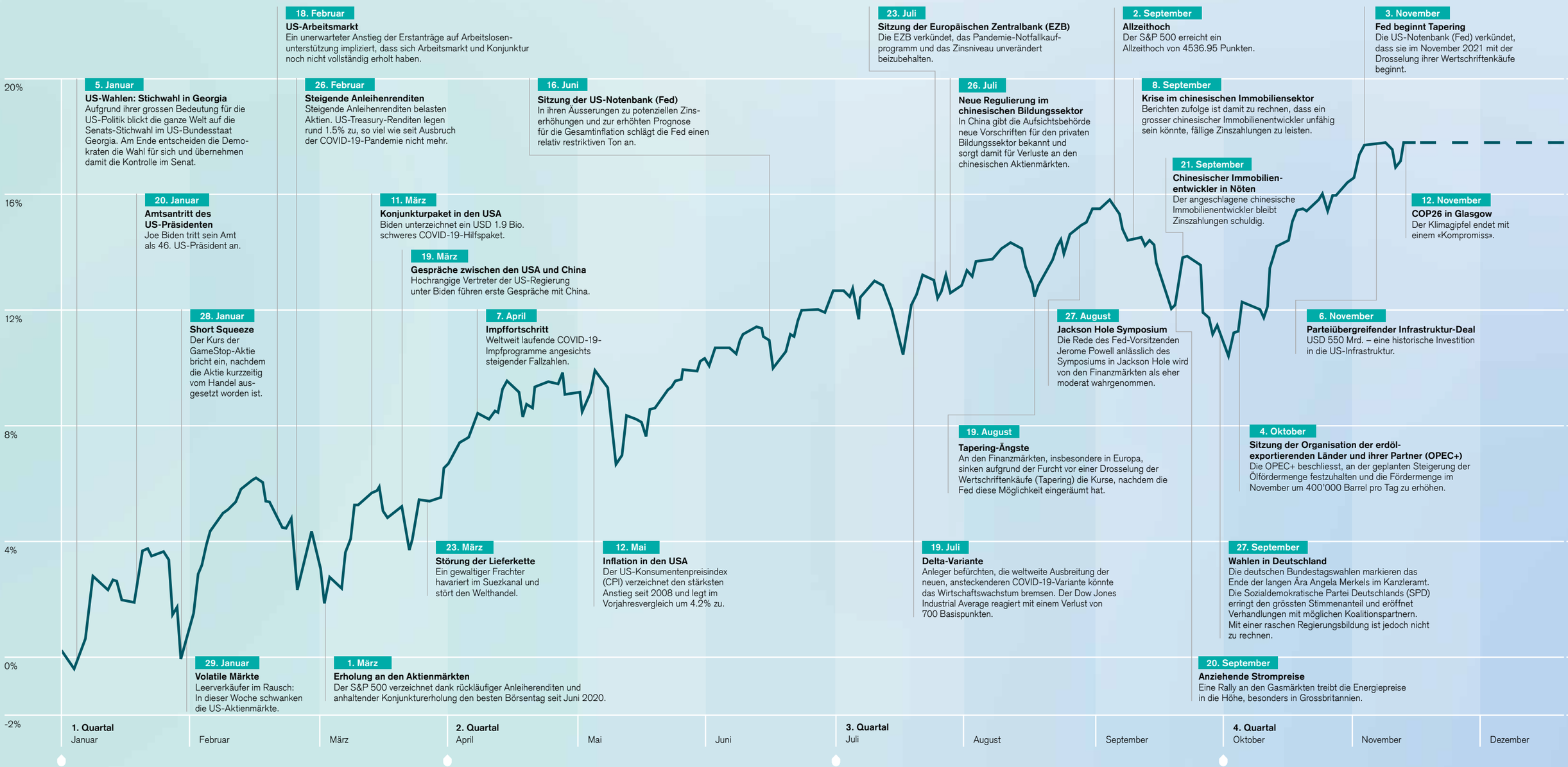
Auf den folgenden Seiten beleuchten wir nicht nur die Chancen und Risiken für Anleger im nächsten Jahr. Wir beschäftigen uns darüber hinaus mit der wachsenden Bedeutung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG), die auch 2022 massgeblichen Einfluss auf Unternehmen und Anlageentscheidungen haben werden. Dabei zeigen wir wichtige ESG-Trends auf, denen Anleger 2022 folgen sollten. Denn wir sind weiterhin überzeugt, dass sie auf dem Weg zu einer ausgewogeneren und nachhaltigeren Welt eine wesentliche Rolle spielen.

Hier kommen unsere langfristigen Anlagethemen, die Supertrends, ins Spiel. In diesem Jahr haben wir diverse Subthemen unserer Supertrends mit den 17 Zielen für nachhaltige Entwicklung (SDGs) der Vereinten Nationen verbunden. Als Leitprinzip für die künftige wirtschaftliche Aktivität und Entwicklung, die Zusammenarbeit zwischen Regierungen sowie für internationale Beziehungen haben die SDGs unserer Ansicht nach durch die globale Pandemie noch an Bedeutung gewonnen. Auch für uns als Anleger ist es entscheidend, diesem Leitprinzip Rechnung zu tragen.

Vor dem Hintergrund dieses grossen Wandels möchten wir Ihnen mit unseren Einblicken und Prognosen einen wertvollen Kompass für das neue Jahr auf den Weg geben.

Michael Strobaek

2021: Wege aus der Pandemie



Credit Suisse House View im Überblick

Wirtschaftswachstum

Das globale Wirtschaftswachstum wird 2022 voraussichtlich wieder über dem Trend liegen. Im Zuge der weiteren Lockerung der Social-Distancing-Regeln dürfte der Dienstleistungskonsum (Restaurants oder Tourismus) zunehmen und die Wirtschaft stützen. Die starke Güternachfrage lässt einen Anstieg der Produktion erwarten, sobald die Lieferkettenprobleme nachlassen. Daher ist auch mit einer höheren Industrieproduktion zu rechnen.

Inflation

Die Inflation dürfte sich 2022 gegenüber den erhöhten Vorjahreswerten normalisieren, allerdings über ihren vor der Pandemie erreichten Niveaus verharren. Der starke Preisanstieg unmittelbar nach den Lockdowns spielt bei der Berechnung keine Rolle mehr (wegfallende Basiseffekte). Die Lieferkettenstörungen werden wahrscheinlich ebenfalls nachlassen, sodass der Inflationsdruck im Laufe des Jahres 2022 nach und nach zurückgehen dürfte.

Zinsen

Angesichts der anhaltenden Konjunkturerholung dürften die Europäische Zentralbank (EZB) und die US-Notenbank (Fed) ihre Wertschriftenkäufe im Jahresverlauf drosseln, wobei die Fed ihre Käufe voraussichtlich schneller reduzieren wird als die EZB. Wir erwarten, dass die Fed gegen Ende 2022 mit einer Zinserhöhung beginnt, die EZB die Zinssätze jedoch unverändert beibehält. In Japan und der Schweiz rechnen wir im nächsten Jahr mit einer gleichbleibenden Geldpolitik. In Grossbritannien, wo sich die Inflation hartnäckiger hält als im übrigen Europa, dürfte die Bank of England die Zinsen erstmals im Dezember 2021 und dann zweimal im Jahr 2022 anheben. In bestimmten Schwellenländern wie Brasilien erwarten wir ebenfalls Zinserhöhungen.

Fixed Income

Staatsanleihen dürften 2022 negative Erträge verzeichnen. Bei Unternehmensanleihen werden die niedrigen Spreads – bei Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen – kaum das Risiko ausgleichen, das mit höheren Renditen einhergeht. In aller Regel meiden wir das Durationsrisiko. Wir favorisieren inflationsindexierte Anleihen aus der Eurozone sowie vorrangige Anleihen aufgrund ihrer Zinsvariabilitätsmerkmale.

Aktien

Wir erwarten, dass die globalen Aktienmärkte 2022 attraktive Erträge erzielen, wobei die Gewinne der wichtigste Treiber bleiben dürften. Aktiensegmente, die bei der Erholung nach dem pandemiebedingten Schock ins Hintertreffen geraten waren, werden sich unseres Erachtens besonders erfreulich entwickeln, ebenso wie Branchen, die von langfristigen Wachstumstrends profitieren.

Währungen

Der USD dürfte von der Normalisierung der US-Geldpolitik gestützt werden, vor allem gegenüber dem CHF und JPY. Wir gehen davon aus, dass EUR/USD Anfang 2022 schwach bleibt, sich dann aber im Zuge der Verbesserung der Fundamentaldaten der Eurozone stabilisiert. Bei Schwellenländerwährungen sind stärkere Performanceunterschiede zu erwarten, wobei der RUB durch die heimischen Zinsen begünstigt wird und der CNY angesichts andauernder Risiken seitwärts tendieren dürfte.

Rohstoffe

In zyklischen Sektoren wird die Nachfrage voraussichtlich stabil bleiben. Das Angebot dürfte jedoch steigen und einen Teil der Engpässe an den physischen Spot-Märkten beseitigen. Die Energiemärkte haben in den Wintermonaten mit hoher Volatilität zu kämpfen, die jedoch im Jahresverlauf weiter sinken dürfte. Der CO_2-Preis wird weiterhin ganz oben auf der Agenda stehen, und Gold könnte angesichts der beginnenden geldpolitischen Normalisierung anfällig sein.

Immobilien

Bei Immobilienanlagen rechnen wir mit Erträgen im mittleren einstelligen Prozentbereich, da ihnen die historisch niedrigen Zinsen und die anhaltende Konjunkturerholung zugutekommen. Wir bevorzugen Sektoren wie Logistikimmobilien, die von langfristigen Wachstumsfaktoren gestützt werden, da die pandemiebedingten strukturellen Veränderungen fortbestehen.

Private Markets und Hedge-Fonds

Das Konjunkturumfeld dürfte für die Private Markets günstig bleiben, das Anlageumfeld ist indes komplizierter. Wir zeigen Chancen auf, die vom langfristigen Wachstum und Marktverwerfungen profitieren. Bei Hedge-Fonds wird sich das Marktumfeld für Strategien mit niedrigerem Markt-Beta sowie renditestarke alternative Anlagen unseres Erachtens weiterhin als zuträglich erweisen.

Weltwirtschaft

Ein Jahr des Wandels

Die Pandemie ist noch nicht vorbei, aber die Impfungen haben zumindest ein Stück Normalität zurückgebracht. Die rasche Ausbreitung der Delta-Variante von COVID-19 hat die wirtschaftliche Normalisierung im Jahr 2021 zwar mancherorts verlangsamt, doch angesichts eines erwarteten Wachstums des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP) über dem Potenzial dürfte sich der Aufschwung 2022 fortsetzen. Die Normalisierung nach der Pandemie wird sich aber von vergangenen Krisen unterscheiden. Auf die beispiellose Rezession wird eine noch nie da gewesene Erholung folgen. Kurz gesagt: In den kommenden Quartalen wird noch viel über die von der Pandemie geprägte Wirtschaft zu lernen sein.

Die letzten beiden Jahre waren aussergewöhnlich – für die Menschheit, aber auch für die Weltwirtschaft. Dank der Impfprogramme scheint die Pandemie jetzt besser unter Kontrolle zu sein, doch Teile der Weltwirtschaft, etwa die Arbeitsmärkte, haben sich noch nicht vollständig erholt. «Business as usual» ist nach wie vor die Ausnahme – und wird es auch auf absehbare Zeit bleiben.

Als sich COVID-19 im Jahr 2020 zu einer globalen Pandemie auswuchs, stürzten die darauffolgenden Lockdowns die Weltwirtschaft in die schwerste je verzeichnete Rezession. Dieser beispiellose Schock löste aussergewöhnliche fiskal- und geldpolitische Stimuli aus, die zu einer deutlichen Erholung beitrugen. Das Ausmass des wirtschaftlichen Schocks hatte jedoch eine unklare Datenlage und einen kaum zu interpretierenden «Datennebel» zur Folge, der Prognosen erschwerte und bei den Anlegern zu einem breiten Spektrum von Meinungen führte.

Beispielsweise stiegen US-Arbeitsmarktindikatoren wie die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung auf ein zuvor undenkbares Niveau, und an den Finanzmärkten drehte der Ölpreis kurzzeitig ins Minus.

Die Erholung von der Krise setzte sich 2021 fort, vor allem dank der umfangreichen Konjunkturpakete und der aufgestauten Nachfrage. Auch die Inflation zog an. Zu den Ursachen dafür zählten sogenannte Basiseffekte (der erwähnte Datennebel) sowie anhaltende Störungen in den Lieferketten, d.h. die Knappheit zahlreicher Güter, von Computerchips bis zu Nadelholz, aufgrund der Schliessung von Fabriken und Häfen während der Pandemie. Ende 2021 hielten einige Zentralbanken die Wirtschaftserholung für ausreichend solide und begannen mit dem Abbau der ausserordentlichen Konjunkturmassnahmen, indem sie ihre Wertschriftenkäufe schrittweise drosselten (Tapering).

Erfahren Sie mehr

Im Jahr 2022 erwarten wir, dass sich der Datennebel dank der weiteren Normalisierung der Wirtschaftstätigkeit reduziert. Doch nicht alle Merkmale der von der Pandemie geprägten Wirtschaft sind vorübergehend. Unserer Meinung nach wird das kommende Jahr «normaler» sein als 2021, doch viele Sonderfaktoren bleiben bestehen. Wir glauben, dass sich die Wirtschaft nach dem Ende der Krise grundlegend von der des Jahres 2019 unterscheiden wird, wobei die wichtigsten Veränderungen wahrscheinlich nichts mit der Pandemie zu tun haben.

Solides Wachstum trotz Schwierigkeiten in der Lieferkette

2022 ist ein starkes Wirtschaftswachstum zu erwarten, das sich auf dieselben Faktoren stützt wie die Konjunkturerholung im Vorjahr: eine solide Nachfrage, ein nach wie vor günstiges fiskal- und geldpolitisches Umfeld und die weitere Lockerung der pandemiebedingten Einschränkungen, von der Branchen wie der Tourismus profitieren werden. Wir rechnen damit, dass die Weltwirtschaft 2022 real um 4.3% wächst. Das ist weniger als das Wachstum um 5.8%, das wir für 2021 erwarten, übertrifft jedoch die Wachstumsrate vor der Pandemie. 2019 wuchs die Weltwirtschaft beispielsweise um 2.7%.

Die globale Industrieproduktion dürfte zunehmen. Der beispiellose Anstieg der Ausgaben für Konsumgüter während des Aufschwungs resultierte zum Teil aus der Umlenkung von Einkommen, das aufgrund der pandemiebedingten Einschränkungen nicht in Dienstleistungen wie Tourismus und Restaurants fliessen konnte. Hinzu kamen staatliche Stützungsmassnahmen, die das verfügbare Einkommen trotz der Lohnausfälle anhoben, und die ungewöhnlich hohe Nachfrage nach bestimmten Waren, etwa Elektronik. Während der Rezession im Jahr 2020 ging die Industrieproduktion stärker zurück als die Güternachfrage, und auch während der Erholung blieb sie stets hinter dem Konsum zurück.

Infolgedessen haben sich die Lagerbestände in allen Bereichen der Weltwirtschaft reduziert. Einige dieser Produktionsdefizite hängen mit den COVID-19-bedingten Massnahmen zusammen und dürften sich dank der Aufhebung der Beschränkungen verringern. Andere dürften auch 2022 anhalten, insbesondere in Bereichen, in denen neue Unternehmensinvestitionen (d.h. Fabriken) erforderlich sind, um die Produktion von Gütern wie etwa Computerchips zu steigern. Der Arbeitskräftemangel, etwa der Mangel an Lastwagenfahrern, der in Grossbritannien zu Problemen führt, dürfte auch im nächsten Jahr eine Herausforderung darstellen. Insgesamt erwarten wir jedoch, dass die Lieferengpässe 2022 weniger akut sein werden als 2021.

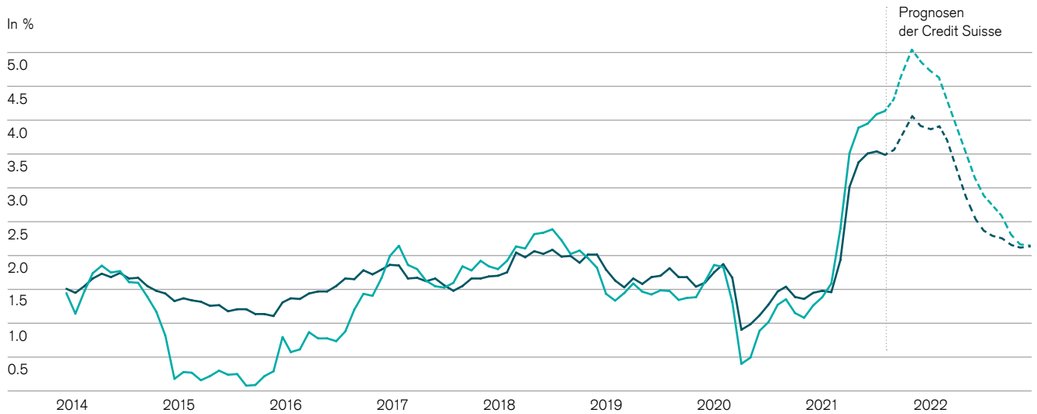
Die Industrieproduktion ist jedoch nur eine Seite des Aufschwungs – der grösste Teil der Weltwirtschaft besteht aus Dienstleistungen. Die Ausgaben für Dienstleistungen haben sich nicht vollständig erholt, da das Social Distancing nach wie vor viele Sektoren belastet, nicht zuletzt Restaurants und Unternehmen im Tourismus. Im Zuge der allgemeinen Konjunkturerholung hat sich der Dienstleistungssektor 2021 jedoch deutlich belebt, und 2022 dürfte sich der Aufschwung fortsetzen, da weitere Beschränkungen wegfallen. Wir erwarten daher, dass Dienstleistungen 2022 schneller wachsen als die Gesamtwirtschaft. Angesichts der guten Wachstumsaussichten für die Industrieproduktion und den Dienstleistungssektor dürfte die Weltwirtschaft den allmählichen Abbau der Konjunkturmassnahmen (etwa der erhöhten Arbeitslosengelder und der Kurzarbeitsprogramme) und der Unterstützung durch die Zentralbanken verkraften.

Inflation: Unterhalb der Spitzenwerte, aber immer noch erhöht

Der Inflationsanstieg war eines der zentralen Themen des Jahres 2021. Die Pandemie wirkte zunächst wie ein starker deflationärer Schock. Viele Preise fielen (z.B. erreichten Futures für Rohöl der Sorte West Texas Intermediate im April 2020 erstmals negatives Terrain). Aus Angst vor einer Deflationsspirale und einer ähnlichen Depression wie in den 1930er-Jahren reagierten die politischen Entscheidungsträger rasch und bewilligten geld- und fiskalpolitische Anreizmassnahmen von beispiellosem Umfang. Diese reflationäre Politik trug zur Konjunkturbelebung bei. Die starke Güternachfrage in Verbindung mit den pandemiebedingten Störungen, die viele Lieferketten überforderten, liess wiederum die Kerninflation drastisch steigen. Unseren Schätzungen zufolge ist die globale Inflationsrate – ein Mass für die Preisentwicklung – 2021 um 3.5% gestiegen.

Die Änderungsrate des Preisniveaus dürfte künftig allmählich ihren Höhepunkt erreichen. Der anfängliche Wiederanstieg der Preise liegt nun grösstenteils hinter uns (d.h. die Basiseffekte lassen nach) und die Lieferkettenstörungen dürften nachlassen. Andere Faktoren werden jedoch wahrscheinlich verhindern, dass die Inflationsraten bis auf das vor der Pandemie erreichte Niveau sinken. Einer dieser Faktoren ist der angespannte Arbeitsmarkt. Dank der Konjunkturerholung stieg die Zahl der neuen Stellen 2021 wieder deutlich an, und in vielen Ländern liegen die Arbeitslosenquoten auf einem ähnlichen Niveau wie vor der Pandemie. Die erwartete Erholung des Dienstleistungssektors im Jahr 2022 könnte rasch zu einer angespannten Lage am Arbeitsmarkt führen, zumal die demografische Entwicklung dieses Problem in vielen Ländern verschärft. Bereits jetzt mangelt es in vielen Bereichen an Arbeitskräften – von Bus- und Lastwagenfahrern über Restaurantangestellte bis hin zu Lehrkräften. Der angespannte Arbeitsmarkt dürfte auch die Position von Arbeitnehmenden in Lohnverhandlungen verbessern. Trotz des im Laufe des Jahres 2022 erwarteten Inflationsrückgangs düfte die jährliche durchschnittliche Inflationsrate daher mit 3.7% erhöht bleiben. 2019 lag die globale Inflationsrate bei 2.5%.

US-Inflation – Basiseffekte lassen nach



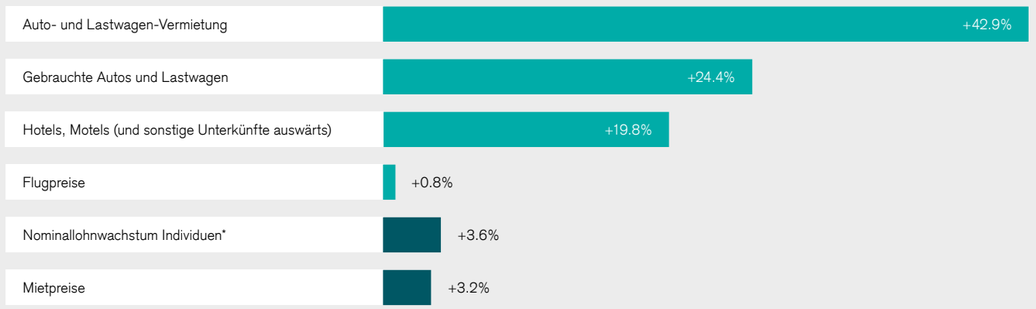
Kern-Preisindex für die persönlichen Konsumausgaben (Kern-PCE) gegenüber dem Vorjahr
Gesamt-PCE gegenüber dem Vorjahr

Letzter Datenpunkt 09.2021
Quelle BEA, Credit Suisse

Rückkehr der Inflation

Der kürzliche Inflationsanstieg dürfte sich zwar grösstenteils als vorübergehend erweisen, aber in einigen Kategorien könnte die Inflation längerfristig andauern, insbesondere bei Mietpreisen und Löhnen.

US-Konsumentenpreisindex: September 2020 – September 2021; * September 2021; gleitende 12-Monats-Durchschnitte des mittleren Lohnwachstums, stündliche Daten



Inflation ist wahrscheinlich vorübergehend
Inflation könnte längerfristig andauern

Quelle US Bureau of Labor Statistics; Federal Reserve Bank of Atlanta

Die Zinsen erhöhen oder nicht?
In vielen Regionen dürfte die Inflation auch 2022 über den Zielvorgaben der Zentralbanken liegen (wir rechnen z.B. mit einer Inflationsrate von 4.5% in den USA und 2.8% in der Eurozone). Eine entscheidende Frage ist daher, wie die Zentralbanken darauf reagieren werden. Während der Pandemie setzten alle grossen Zentralbanken umfangreiche Wertschriftenkaufprogramme (quantitative Lockerung) ein, um die Finanzmärkte mit reichlich Liquidität zu versorgen und ein günstiges finanzielles Umfeld für die Konjunkturerholung zu schaffen. Wir gehen davon aus, dass viele Zentralbanken zunächst ihre Wertschriftenkäufe reduzieren, bevor sie die Zinsen erhöhen. Mehrere Zentralbanken, darunter die US-Notenbank (Fed), haben damit Ende 2021 begonnen. In ihren Mitteilungen stellten sie klar, dass Reduzierungen der Kaufprogramme stets von den Wirtschaftsdaten abhängen und so durchgeführt werden, dass sie den Aufschwung nicht gefährden. Eine hohe (aber rückläufige) Kerninflation und sehr gute Fortschritte hinsichtlich einer Vollbeschäftigung im Jahr 2022 in Verbindung mit einer den Markterwartungen zufolge unmittelbar bevorstehenden geldpolitischen Straffung dürften bis Ende 2022 zu einer Zinserhöhung durch die Fed führen. In der Eurozone wird die Europäische Zentralbank (EZB) ihr Pandemie-Notfallkaufprogramm (PEPP) unserer Einschätzung nach im Juni 2022 beenden, jedoch über konventionellere Programme das ganze Jahr über weitere Wertschriften kaufen. In Grossbritannien ist die Situation etwas anders. Hier dürfte die Inflation längere Zeit hoch bleiben als in anderen Industrieländern. Daher erwarten wir, dass die Bank of England die Zinsen erstmals im Dezember 2021 und dann zweimal im Jahr 2022 erhöht. Alles in allem dürften die Zinsen somit in bestimmten Ländern steigen, doch unserer Meinung nach wird die Fed nur eine einzige Zinserhöhung durchführen, während die EZB ihre Wertschriftenkäufe weiter reduzieren und die Zinssätze vorerst unverändert lassen dürfte.

Auswirkungen auf die Finanzmärkte
Aufgrund der etwas geringeren Inflationsraten in Verbindung mit reduzierten Wertschriftenkäufen sowie Zinserhöhungen in bestimmten Ländern könnten die Realzinsen (Nominalzinsen abzüglich Inflation) 2022 steigen. Bei steigenden Realzinsen sinken in der Regel die Erträge an den Finanzmärkten (insbesondere den Anleihenmärkten), während die Volatilität der Finanzmärkte meist steigt. Steigen die Realzinsen, fällt es Regierungen und privaten Haushalten zudem schwerer, ihre Schulden zu bedienen. Daher werden die Zentralbanken diese Entwicklung genau beobachten und sicherstellen, dass sie unter Kontrolle bleibt.

Insgesamt glauben wir, dass 2022 ein Jahr der Erholung und des Wandels nach der Pandemie sein wird. Das Wachstum dürfte recht robust bleiben, während das Angebot an Arbeitskräften wahrscheinlich knapper wird. Risiken wie ein leichter Anstieg der Realzinsen und anhaltende – wenn auch weniger schwerwiegende – Lieferkettenprobleme könnten zu Schwankungen an den Finanzmärkten führen und müssen von politischen Entscheidungsträgern und Anlegern gleichermassen beobachtet werden. Dennoch ist es sehr wahrscheinlich, dass 2022 ein viel normaleres Jahr wird als 2020 und 2021. Angesichts neuer längerfristiger Faktoren, darunter der Klimawandel, der demografische Wandel und neue Technologien, bewegen wir uns in der Welt nach der Pandemie aber auf etwas Neues zu. Insgesamt dürfte das Jahr 2022 das Jahrzehnt nach COVID-19 einläuten.

Das Jahrzehnt nach COVID-19

In vielerlei Hinsicht war die COVID-19-Pandemie ein beispielloser Schock für die Weltwirtschaft, der für Regierungen, Zentralbanken und Unternehmen weltweit Neuland darstellte. Viele Elemente dieses Schocks (z.B. die Lockdowns) waren zwar vorübergehend, doch andere (etwa die deutlich gestiegene Staatsverschuldung) dürften noch länger eine Rolle spielen. Gleichzeitig haben wichtige Trends wie der Klimawandel und der demografische Wandel eine Dringlichkeit erreicht, welche die derzeitige Wirtschaftsordnung durchaus dauerhaft verändern könnte.

Wie also könnte die neue «normale» Weltwirtschaft nach der Pandemie aussehen? Massgeblich für die Zukunft werden unserer Meinung nach neue Faktoren sein: demografischer Wandel, mehr Staatskapitalismus, kostspielige Probleme und neue, disruptive Technologien. Der demografische Wandel hat inzwischen dazu geführt, dass die Erwerbsbevölkerung in den meisten Teilen der Welt mit Ausnahme Afrikas stagniert, da die Gesellschaften altern. Dies dürfte zu einer angespannteren Lage an den Arbeitsmärkten führen, was den Arbeitnehmenden mehr Verhandlungsmacht verschafft und zunehmendes Lohnwachstum zur Folge haben könnte. Daher dürften die Unternehmen verstärkt in Automatisierung und andere Massnahmen zur Steigerung der Arbeitsproduktivität investieren.

Wie ein genauerer Blick auf den Arbeitsmarkt zeigt, wurden in den letzten 20 Jahren in den Industrieländern viele Arbeitsplätze in der Mittelschicht abgebaut, während die Zahl der Hoch- und Niedriglohnarbeitsplätze gestiegen ist. Die Folge sind höhere Vermögens- und Einkommensunterschiede, denen die Regierungen wahrscheinlich begegnen werden, indem sie Einkommen durch neue Steuern oder Vorschriften umverteilen. Dieser Trend zeichnet sich bereits in China ab, wo die Regierung durch eine Reihe neuer Massnahmen für «gemeinsamen Wohlstand» sorgen will. Damit haben sich ihre Prioritäten grundlegend verändert – von der Wachstumsorientierung hin zu mehr Gleichheit. In Industrieländern, einschliesslich der USA, ist eine ähnliche Entwicklung zu verzeichnen, die zu mehr Staatskapitalismus führen könnte, d.h. stärkeren staatlichen Eingriffen in die Wirtschaft.

Zudem werden sich die politischen Entscheidungsträger mit «kostspieligen Problemen» auseinandersetzen müssen. Die steigenden Gesundheitskosten einer alternden Bevölkerung, der Übergang zu erneuerbaren Energien und die überfällige Erneuerung der Infrastruktur in den Industrieländern sind nur einige der dringlichsten Themen. Diese Aufgaben erfordern erhebliche Investitionen – und dies in einer Zeit, in der die öffentlichen Haushalte bereits unter Druck stehen. Besorgniserregend ist, dass die angespannte Haushaltslage die Regierungen auch daran hindern könnte, künftige Konjunkturabschwünge angemessen abzufedern.

Wenn es gute Nachrichten gibt, dann wahrscheinlich mit Blick auf die technologische Entwicklung. Neue Technologien wie Quantencomputing oder Blockchain-Anwendungen könnten dazu beitragen, einige dieser Probleme zu lösen, setzen jedoch gleichzeitig traditionelle Geschäftsmodelle unter Druck. Die Blockchain-Technologie könnte beispielsweise die Zahlungssysteme sowie das Bankwesen und die Vermögensverwaltung revolutionieren.

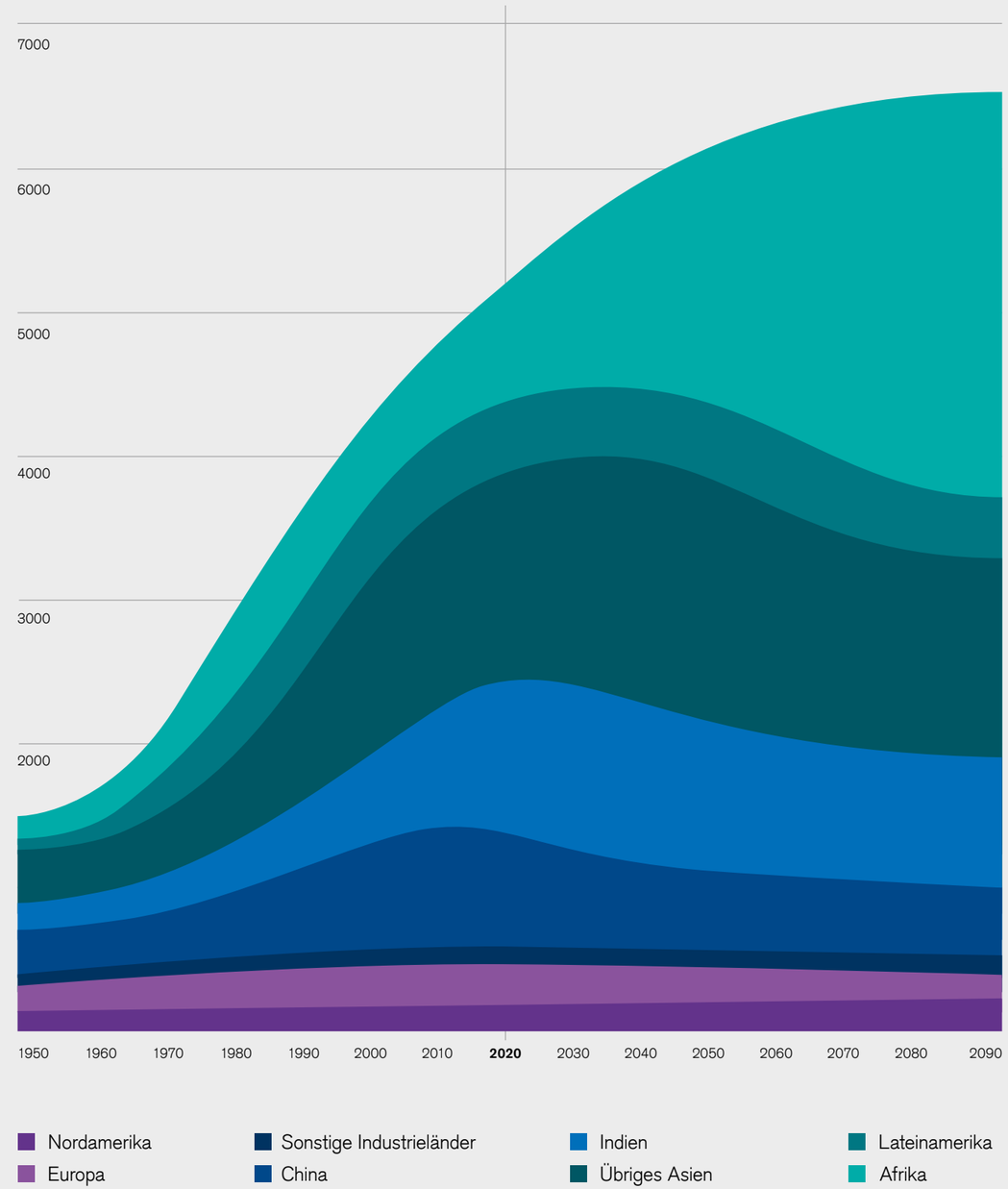
Insgesamt denken wir, dass das Wirtschaftswachstum in der «normalisierten» Welt nach der Pandemie sprunghafter und volatiler sein wird, aber nicht unbedingt niedriger oder höher als zuvor. Wir rechnen mit erneuten Boom-Bust-Zyklen, wie wir sie auch in der Vergangenheit gesehen haben. Grundsätze liberaler Politik, wie Freihandel und niedrige Unternehmenssteuern, werden wahrscheinlich zurückgedrängt werden.

Stattdessen könnten neue Vorschriften und Steuern sowie eine stärkere Einkommensumverteilung zu einem weniger stabilen Geschäftsklima führen und die Konjunkturschwankungen verstärken. Infolgedessen dürfte die Inflation höher sein als in den letzten 20 Jahren, doch eine Hyperinflation erscheint unwahrscheinlich. Investitionen in Klimaschutzmassnahmen, Automatisierung, Infrastruktur und neue Technologien könnten zu einer deutlich besseren Arbeitsproduktivität, aber auch zu einer höheren Staatsverschuldung führen. Banken werden wahrscheinlich zur Finanzierung der Haushaltsdefizite beitragen, indem sie mehr Staatsanleihen halten. Gleichzeitig dürften die Blockchain-Technologie und digitale Zentralbankwährungen die Finanzbranche grundlegend verändern. Auf politischer Ebene dürfte die Rivalität zwischen den USA und China bestehen bleiben, während sich die politische Spaltung in den westlichen Ländern verstärken könnte. Alles in allem wird das nächste Jahrzehnt vom Ende der «grossen Mässigung» (Great Moderation) der vergangenen Jahrzehnte geprägt sein, wobei die ersten Entwicklungen wahrscheinlich im Jahr 2022 sichtbar werden.

> “ Wir rechnen mit erneuten Boom-Bust-Zyklen, wie wir sie auch in der Vergangenheit gesehen haben.

Demografischer Wandel – keine einfache Lösung für den Arbeitskräftemangel in Sicht

Erwerbsbevölkerung in Millionen nach Regionen



Letzter Datenpunkt 31.12.2020
Quelle Vereinte Nationen

Regionaler Ausblick

USA

Erfahren Sie mehr

Einen Gang zurückschalten
Wir erwarten, dass das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts (BIP) 2022 bei 3.8% liegt, doch der stockende Aufschwung im Dienstleistungssektor und die anhaltenden Lieferkettenprobleme führen in der letzten Phase der Erholung von der Pandemie zu Schwierigkeiten. Nach dem steilen Anstieg Anfang 2021 dürfte sich die Inflation auf 4.5% verringern, das Risiko weiterer Preissteigerungen ist aber nicht gebannt. Schocks in den globalen Lieferketten könnten kurzfristig zu höheren Güterpreisen führen, und die Frühindikatoren für die Mietpreisinflation sind deutlich gestiegen. Die US-Notenbank (Fed) fährt ihre expansive Geldpolitik allmählich zurück. Sie hat im November 2021 eine Reduzierung ihrer Wertschriftenkäufe angekündigt. Eine hohe (aber rückläufige) Kerninflation und sehr gute Fortschritte hinsichtlich einer Vollbeschäftigung im Jahr 2022 in Verbindung mit einer den Markterwartungen zufolge unmittelbar bevorstehenden geldpolitischen Straffung dürften bis Ende 2022 zu einer Zinserhöhung durch die Fed führen. Auf politischer Ebene wird das Infrastrukturpaket der US-Regierung das Wachstum im Jahr 2022 unterstützen. Sollten die Demokraten die Zwischenwahlen 2022 verlieren, sind jedoch erneut politische Blockaden denkbar.

Lateinamerika

Weniger Schwung
Wir gehen davon aus, dass das reale BIP in Lateinamerika 2022 im Jahresdurchschnitt um 1.8% wachsen wird (2021: 6.4%). Somit verlangsamt sich das Wachstum deutlich, liegt jedoch weiterhin über dem 2019 vor der Pandemie erreichten Niveau von 0.7%. Wir erwarten in der Region im Jahr 2022 eine jährliche Inflationsrate von 10.3%, die vor allem durch höhere Rohstoffpreise, Angebotsengpässe und die Weitergabe von Wechselkursänderungen verursacht wird. Bis Ende September 2021 hatten rund 60% der Bevölkerung der von uns analysierten Länder mindestens eine COVID-19-Impfdosis erhalten. Generell dürften die Wachstumsraten von Land zu Land unterschiedlich ausfallen: Kolumbien, Peru und Mexiko dürften das stärkste Wachstum verzeichnen, während Brasilien aufgrund der deutlichen Straffung seiner Geldpolitik und der unsicheren politischen Aussichten voraussichtlich hinter der Region zurückbleiben wird.

Grossbritannien

Bank of England (BoE) dürfte die Zinsen 2022 zweimal erhöhen
Grossbritannien erholte sich 2021 in beeindruckendem Tempo, da die meisten COVID-19-Restriktionen dank der zügigen Impfkampagne gelockert werden konnten. Doch das Wachstum dürfte an Schwung verlieren. Wir rechnen 2022 mit einem realen BIP-Wachstum von 5.0% (2021: 7.0%). Zum Teil wurde diese Abkühlung erwartet, da der Impuls durch die Wiederöffnung der Wirtschaft nachlässt. Doch auch der Arbeitskräftemangel und die Lieferengpässe bremsen den Aufschwung und treiben zudem die Kosten der Unternehmen auf ein Rekordniveau. Einige Ursachen für den Mangel (z.B. COVID-19-Quarantänevorschriften) dürften zwar an Bedeutung verlieren, doch der Brexit könnte das Arbeitskräfteangebot beschränken. Wie die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) zeigen, halten die Lieferengpässe an, zumal in den nächsten Monaten mit weiterem Treibstoffmangel zu rechnen ist. Die Wiederöffnung der Wirtschaft und die hohen Ersparnisse der Konsumenten dürften die Nachfrage weiter unterstützen. Wir glauben jedoch, dass die höhere Inflation, das Ende der Kurzarbeitsregelung im September 2021 und die Einstellung weiterer fiskalpolitischer Stützungsmassnahmen die Ausgaben der Konsumenten und Unternehmen belasten werden. Die Inflation dürfte weiterhin über dem Zielwert liegen, bedingt durch die steigenden Energie- und Lebensmittelpreise, die aufgrund der Lieferengpässe erhöhten Güterpreise und den Anstieg der Dienstleistungspreise, der durch die Wiederöffnung der Wirtschaft und die Rücknahme von Mehrwertsteuersenkungen ausgelöst wurde. Da die Inflation über dem Zielwert verharrt und die BoE zuletzt eine restriktive Tonart anschlug, erwarten wir, dass die BoE die Zinsen erstmals im Dezember 2021 und dann zweimal im Jahr 2022 erhöht.

Schweiz

Erfahren Sie mehr

Lieferengpässe verlangsamen den Aufschwung
Die Frühindikatoren deuten weiterhin auf ein solides Wachstum in den nächsten Monaten hin, und der Rückgang der Arbeitslosenquote dürfte die Konsumausgaben unterstützen. Zudem dürfte die erhöhte Inlandnachfrage nach Gütern aufgrund verschiedener Lieferverzögerungen länger anhalten als zuvor erwartet. Daher rechnen wir nicht damit, dass die Güternachfrage vor Mitte 2022 deutlich nachlässt. Aufgrund der drohenden Marktsättigung und des möglichen Abbaus der Lagerbestände durch die Unternehmen ist dann jedoch ein recht starker Einbruch denkbar. Wie in den meisten Volkswirtschaften stieg die Konsumentenpreisinflation im Sommer 2021 an. Sie blieb jedoch deutlich unter der von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) definierten Obergrenze für die Preisstabilität. Daher erwarten wir, dass die SNB an ihrer expansiven Geldpolitik festhält. Wir rechnen im Jahr 2022 mit einem realen BIP-Wachstum von 2.5% (2021: 3.5%). Die Inflation dürfte 2022 unverändert bleiben.

Japan

Ein Neubeginn?
In Japan fand 2021 ein Führungswechsel statt, und das neue Kabinett hatte rasch mit der Arbeit an einem neuen Konjunkturpaket zur Unterstützung des Aufschwungs begonnen. Das Paket, das bereits im Januar 2022 umgesetzt werden soll, wird unserer Einschätzung nach ein Gesamtvolumen von JPY 20 bis 30 Bio. haben, einschliesslich der Rückstellungen für die künftige Mittelverwendung. Die Subventionen und Massnahmen für eine erleichterte Kreditvergabe richten sich vor allem an kleinere Dienstleister, einkommensschwache Haushalte, die Medizin- und Pharmabranche, die Landwirtschaft und Fischerei, den Tourismus sowie finanzschwache Gemeinden. Zudem werden Beihilfen für die Bereiche erneuerbare Energien und Atomstrom bereitgestellt. Die Massnahmen sollen in den Nachtragshaushalt aufgenommen werden und stellen überwiegend Verlängerungen und Erweiterungen bestehender Programme dar – es fehlt jedoch an neuen Ideen zur Ankurbelung der Nachfrage. Ein weiterer Schwerpunkt wird nach dem Führungswechsel die nationale Sicherheit und Verteidigung sein. Das geopolitische Umfeld des Landes verändert sich rasch, und die neue Regierung könnte beschliessen, die Staatsausgaben für die nationale Sicherheit deutlich zu erhöhen. Wir prognostizieren für das Jahr 2022 ein reales BIP-Wachstum von 1.7% (2021: 2.0%) und eine Inflationsrate von 0.5% (2021: -0.2%).

Eurozone

Erfahren Sie mehr

Dasselbe, aber anders
Das erfolgreiche Impfprogramm scheint die Gesundheitskrise eingedämmt zu haben. Die Wirtschaft wurde wieder geöffnet und wächst kräftig, bleibt jedoch hinter der Entwicklung in den USA zurück. Die Industrieproduktion wird derzeit durch die Lieferkettenprobleme belastet, dürfte nach deren Lösung jedoch deutlich steigen. Einstweilen verursachen die Lieferengpässe jedoch einen drastischen Anstieg der Gesamt- und der Kerninflation. Die EZB dürfte ihr Wertschriftenkaufprogramm in den nächsten Monaten weiter zurückfahren. Eine anhaltend hohe Inflation und eine lockerere Fiskalpolitik könnten über das nächste Jahr hinaus zu einer restriktiveren Zinspolitik führen. Auf politischer Ebene könnte die erwartete Bildung eines Mitte-links-Regierungsbündnisses in Deutschland dazu beitragen, den EU-Wiederaufbaufonds zu einem permanenten fiskalpolitischen Mechanismus zu machen. Somit könnte die europäische Integration im nächsten Jahr deutlich vorankommen.

China

Erfahren Sie mehr

Gemeinsamer Wohlstand und Netto-null-Emissionen
Während eines Grossteils des Jahres 2021 verzeichnete die chinesische Wirtschaft eine deutliche Erholung des Wachstums, bevor erneut eine Verlangsamung einsetzte, bedingt durch Schwierigkeiten im Immobiliensektor sowie regulatorische Änderungen und politischen Reformen. Die Behörden streben die Überwachung und Kontrolle der wertvollsten Unternehmen in wichtigen Wachstumssektoren an. Zu den betroffenen Bereichen gehört auch der Immobilienmarkt. Mit dem möglichen Zahlungsausfall eines der grössten Immobilienentwicklers Chinas hatten wir nicht gerechnet. Dennoch erwarten wir in den nächsten 6 bis 12 Monaten keine Krise am Immobilienmarkt. Die chinesischen Behörden haben bereits auf die Solvenzrisiken am Immobilienmarkt reagiert, um Ansteckungseffekte zu vermeiden. Langfristig dürften die Immobilienpreise jedoch durch die demografische Entwicklung unter Abwärtsdruck geraten und könnten dabei schneller sinken als erwartet. Der Konsum der privaten Haushalte wird unseres Erachtens hinter der allgemeinen Konjunkturerholung zurückbleiben. Zuzuschreiben ist dies den jüngsten Regulierungsmassnahmen und der bereits hohen Schuldendienstquote der Haushalte, die wir auf rund 32% schätzen. Gemessen am Produzentenpreisindex nimmt der Inflationsdruck in China zu, doch die Auswirkungen auf den Konsumentenpreisindex blieben bisher begrenzt. China hat sich das ehrgeizige Ziel gesetzt, bis 2060 die Klimaneutralität zu erreichen. Dieser Plan wird unseres Erachtens 2021 nur sehr geringfügige (negative) Auswirkungen auf das BIP haben. Seine mittelfristigen Wachstumseffekte hängen jedoch von der bevorzugten Strategie der Regierung ab (d.h. der Entscheidung, die Strompreise zu reformieren oder neben der aktuellen Energieinfrastruktur auch nachhaltige Energien zu nutzen). Daher könnte er das Wachstum sowohl ankurbeln als auch belasten.

Stärkere Aufmerksamkeit auf Nachhaltigkeit

Der stärkere Fokus auf die Kriterien Umwelt, Soziales und Governance (ESG) im Jahr 2021 wird sich auch 2022 weiterhin auf Unternehmen und Anlageperspektiven auswirken. Aktienanleger, Beschäftigte, Regulatoren und ESG-Aktivisten ziehen die Unternehmen zur Verantwortung, und das Interesse dürfte in Zukunft nicht nachlassen. Wir fassen im Folgenden zentrale ESG-Trends zusammen, welche die Anleger 2022 genau verfolgen sollten.

1. Klimawandel und sinkende Biodiversität – «business as usual» nicht länger gefragt

Sicherlich haben viele Anleger vom Klimagipfel der Vereinten Nationen, COP26, der im November 2021 in Glasgow abgehalten wurde, gehört. Weniger dürften mit COP15 vertraut sein, der zweiteiligen UN-Konferenz zur Biodiversität, die im Oktober 2021 begonnen hat und (wenn die Pandemielage es zulässt) im Mai 2022 beendet werden soll. Die Ergebnisse dieser beiden Konferenzen werden die ökologische Agenda der kommenden Jahre bestimmen. Während Kennzahlen wie der CO_2-Fussabdruck mittlerweile weit verbreitet sind, suchen die Anleger nach wie vor nach belastbaren Grössen, um Unternehmen in Bezug auf das komplexere Thema der Biodiversität zu vergleichen. Somit ist es an den Unternehmen, zu zeigen, wie sie ihr Geschäft auf die neue Realität abstimmen. Lebensmittel- und Agrarunternehmen, die gleichermassen einen Bezug zum Klimawandel und zur sinkenden Biodiversität aufweisen, dürften am schärfsten unter die Lupe genommen werden.

Selbst für den Fall, dass umfangreiche Regierungsmassnahmen ausbleiben, sollten sich die Anleger darauf einstellen, dass «business as usual» nicht länger gefragt ist. 2022 wird der Anteil der CO_2-Emissionen in der Atmosphäre mit einem Anstieg um 50% im Gegensatz zu vorindustriellen Niveaus eine gefährliche Schwelle erreichen.[1] Gleichzeitig verzeichnen die Ökosysteme ein Artensterben, das selbst in früheren Phasen eines Massenaussterbens noch nie erreicht wurde und das Schätzungen zufolge um 100- bis 1000-fach grösser ist als vor dem Erscheinen des Menschen.[2] Diese Veränderungen bilden auf globaler Ebene bedeutende Risiken für Unternehmen und Anleger im Hinblick auf Lieferkettenausfälle, niedrigere Ernteerträge und eine grössere Volatilität der Lebensmittelpreise. Somit sollten Anleger Unternehmen ausfindig machen, die diese Risiken bewältigen können, da sie langfristig eine Outperformance erzielen dürften.

Lösungen, die sich gleichermassen auf den Klimawandel und die sinkende Biodiversität beziehen, könnten bislang beispiellose Anlagechancen bergen. Von einer klimafreundlichen und regenerativen Landwirtschaft bis hin zu alternativen Proteinen und einer geringeren Lebensmittelverschwendung könnten umweltfreundliche Lösungen neue Geschäftsmöglichkeiten im Umfang von USD 10 Bio. schaffen und gleichzeitig einen Rückgang der Treibhausgasemissionen um 37% bis 2030 unterstützen, wie einem Artikel aus dem Jahr 2020 auf der Website des Weltwirtschaftsforums zu entnehmen ist *(«How investing in nature can help tackle the biodiversity and climate crises»).*

[1] «Met Office: Atmospheric CO_2 now hitting 50% higher than pre-industrial levels» (Carbon Brief, 2021).
[2] «Extinctions during human era one thousand times more than before» (ScienceDaily, 2014).
[3] «Cybercrime To Cost The World $10.5 Trillion Annually by 2025» (Cybercrime Magazine, 2020).
[4] «Cybercrime To Cost The World $10.5 Trillion Annually by 2025» (Cybercrime Magazine, 2020).
[5] «Gartner Forecasts Worldwide Security and Risk Management Spending to Exceed $150 Billion in 2021» (Gartner, 2021).

Erfahren Sie mehr

2. Arbeitsmärkte – die Rechte der Gig Workers schützen

Die «Gig Economy» erstreckt sich mittlerweile von Routinearbeiten, die geringe Qualifikationen erfordern, bis hin zu hoch qualifizierten Freiberuflern, darunter auch Beschäftigte in der Kreativ- und Digitalbranche, im Bildungswesen (EdTech) und nun auch im Gesundheitswesen. Am qualifizierten Ende des Spektrums ist der Wettbewerb hart, und die Arbeitgeber müssen wettbewerbsfähige Preise zahlen, um sich die Fähigkeiten zu sichern, die sie für kritische Projekte oder zur Besetzung von Schichten benötigen. Im besten Fall bringt dieser Online-Freelance-Markt Talente und freie Aufträge zusammen, sorgt für Transparenz und bietet die Gewissheit, dass die Qualifikationen von gefragten Arbeitskräften gerecht entlohnt werden. Seit Beginn der COVID-19-Pandemie sind zunehmend Frauen in der Gig-Working-Branche tätig. Gründe dafür sind, dass sie in den stark von der Krise betroffenen Sektoren wie Gastgewerbe und Dienstleistungsbranche überdurchschnittlich hoch vertreten waren oder sich dazu gezwungen sahen, sichere Arbeitsstellen aufzugeben, um für Kinder und andere Angehörige zu sorgen. Gig-Jobs bieten zwar Flexibilität und Chancen für marginalisierte Arbeitnehmende, aber die Löhne für geringer qualifizierte Tätigkeiten sind oft niedrig und das Einkommen ist unregelmässig. Zudem gibt es kaum Beschäftigungsschutz.

Gig-Plattform-Unternehmen sind in der Regel in stark regulierte Märkte eingetreten. Arbeitskräfte werden unter Umgehung des Arbeitsrechts als unabhängige Auftragnehmer eingestuft. Zudem werden gering qualifizierte Gig Workers so unter Mindestlohn bezahlt, und Versicherungs- und Kapitalkosten sowie weitere Kosten können auf sie abgewälzt werden. Ausserdem entfallen beim Gig Working unter Umständen standardmässige Arbeitnehmerschutzbestimmungen wie Lohnfortzahlung im Krankheitsfall, Ferienentschädigungen und Renten- bzw. Pensionsansprüche. Viele Gesetzgeber führen Vorschriften zum Schutz von Gig-Arbeitern ein, um ein gleichberechtigteres Verhältnis zwischen Gig-Plattformen und ihren Auftragnehmern zu schaffen. Der rechtliche und regulatorische Druck auf das Geschäftsmodell der Plattformen wird 2022 voraussichtlich anhalten, wobei manche Unternehmen besser als andere auf das sich verändernde Sektorumfeld reagieren.

Die Anleger können sich einen Vorsprung verschaffen, indem sie eine proaktive Haltung in Bezug auf den Schutz der Menschenrechte und eine verbesserte Offenlegungspolitik hinsichtlich Arbeitsplatzrichtlinien und -praktiken einnehmen, was unserer Ansicht nach die langfristige Wertschöpfung unterstützt und zur Minderung von Haftungs-, Reputations- und operativen Risiken beiträgt. Neben aufstrebenden Bereichen wie EdTech gibt es in der Gig Economy weitere Anlagegelegenheiten mit Bezug zu Technologien, die von einem zunehmend flexiblen Arbeitsumfeld profitieren dürften, wie z.B. die Cloud, SaaS (Software as a Service) für Unternehmen und Cybersicherheit. Das Ökosystem der Gig Economy bietet zudem neue Möglichkeiten zur Risikominderung für Anleger, wie z.B. Insurtech-Produkte, die innovative kurzfristige Versicherungslösungen nach einem Pay-as-you-go-Modell für Gig Workers bieten. Angrenzende Technologien, einschliesslich innovativer Zahlungsnetzwerke, können den Zugang zu Finanzdienstleistungen für Auftragnehmer ohne Bankkonto verbessern, sodass sie unmittelbar bezahlt werden und nicht mehr wochenlang auf ihr Gehalt warten müssen, wodurch sich der Lebensstandard der Gig Workers verbessert.

3. Das digitale Paradoxon – die COVID-19-Krise als Katalysator für Chancen und Herausforderungen

Das aktuelle Tempo des digitalen Wandels dürfte sich im kommenden Jahr fortsetzen, um weiterhin die Geschäftskontinuität, die Heimarbeit und die Automatisierung zu unterstützen. Dabei dürfte der digitalen Sicherheit künftig eine hohe Priorität beigemessen werden, da sich zahlreiche Sektoren wie Bildung, Gesundheitswesen, Handel, Produktion und Unterhaltung zugunsten eines Digital-first-Ansatzes verändern.

Während sich die Welt allmählich von der COVID-19-Krise erholt, sehen sich IT-Experten mit einer anderen Bedrohung konfrontiert. Schätzungen zufolge wird Cyberkriminalität 2021 weltweit Schäden in Höhe von USD 6 Bio. durch Produktionsausfälle, Beschädigung und Zerstörung von persönlichen und Finanzdaten sowie Diebstahl intellektuellen Eigentums verursachen.[3] Da Reputationsschäden und Ransomware-Angriffe immer häufiger auftreten und immer teurer werden, wird für 2025 ein Schaden von USD 10.5 Bio. prognostiziert.[4] Sicherheitsverletzungen und Ransomware-Angriffe in verschiedenen Sektoren verdeutlichten jüngst das Risiko einer unzureichend gesicherten Infrastruktur. Das Bewusstsein wächst, und angesichts der Risiken, die Unternehmen in diesem Bereich bewältigen müssen, werden die Ausgaben für Cyberresilienz 2021 und 2022 weiter steigen.

Obwohl Cybersicherheit üblicherweise als IT-Thema betrachtet wird, da es den Schutz von Systemen, Netzwerken, Software und Daten betrifft, gelten entsprechende Schwachstellen als wesentliches Geschäftsrisiko, das Anleger nicht ignorieren sollten; Cybersicherheit wird innerhalb des ESG-Rahmens der sozialen Dimension zugeordnet.

Darüber hinaus wird Cybersicherheit zunehmend durch die Legislative beachtet. So besteht in den USA parteienübergreifendes Engagement zur Verbesserung der Berichterstattung über Cybervorfälle und zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten. In der Europäischen Union werden im Rahmen der neuen Cybersicherheitsstrategie modernste Cyberabwehrkapazitäten zur Bekämpfung von Cyberangriffen in der gesamten Region gefordert.

Die führenden Unternehmen auf dem Gebiet sind sich bewusst, dass Cybersicherheit sowohl eine geschäftliche als auch eine technische Anforderung ist, und integrieren Cybersicherheit in ihre Produkte, Dienstleistungen und Prozesse. Die performancestärksten Unternehmen haben bereits innerhalb ihrer gesamten Organisation, darunter auch entlang der Lieferketten, ihren Fokus auf das Management von Cyberrisiken wie auch auf entsprechende Fähigkeiten und Infrastrukturen verstärkt. Die anderen Marktteilnehmer werden diesem Beispiel folgen. Anleger sollten bei ihren Anlageentscheidungen berücksichtigen, inwieweit ein Unternehmen auf Cybersicherheit vorbereitet ist. Unternehmen, die entsprechende Risiken bewältigen können, werden sich wahrscheinlich langfristig besser entwickeln.

Diese Entwicklungen sollten jenen Anlagegelegenheiten zugutekommen, die durch das neue und wachsende Geschäft am Cybersicherheitsmarkt entstehen. Dazu gehört auch die Einführung eines Zero-Trust-Ansatzes, bei dem alle Nutzer innerhalb und ausserhalb des Unternehmensnetzwerks authentifiziert, autorisiert und kontinuierlich überprüft werden, bevor sie Zugang zu Anwendungen und Daten erhalten (oder behalten), sowie eine integrierte Hardware-Authentifizierung und Verhaltensanalysen. Des Weiteren bildet die wachsende Nachfrage nach cloudbasierten Diensten in zahlreichen Branchen einen bedeutenden Treiber für den Cloud-Security-Markt – das derzeit wachstumsstärkste Segment.[5] Weitere Anlagegelegenheiten bieten führende Anbieter, die sich auf die Gewährleistung der Cybersicherheitshygiene entlang ihrer Hardware- und Software-Lieferketten sowie hinsichtlich ihrer eigenen Abläufe konzentrieren, sowie die nächste Generation von erfahrenen Cyberexperten, die aus Sektoren wie der Finanzdienstleistungsbranche kommen und nun eigene Unternehmen gründen, wie auch innovative Start-ups, die durch die Regierungen gefördert werden.

1970 – 2100 Naturschutz

Historisch

↗ Nachhaltigere Produktion

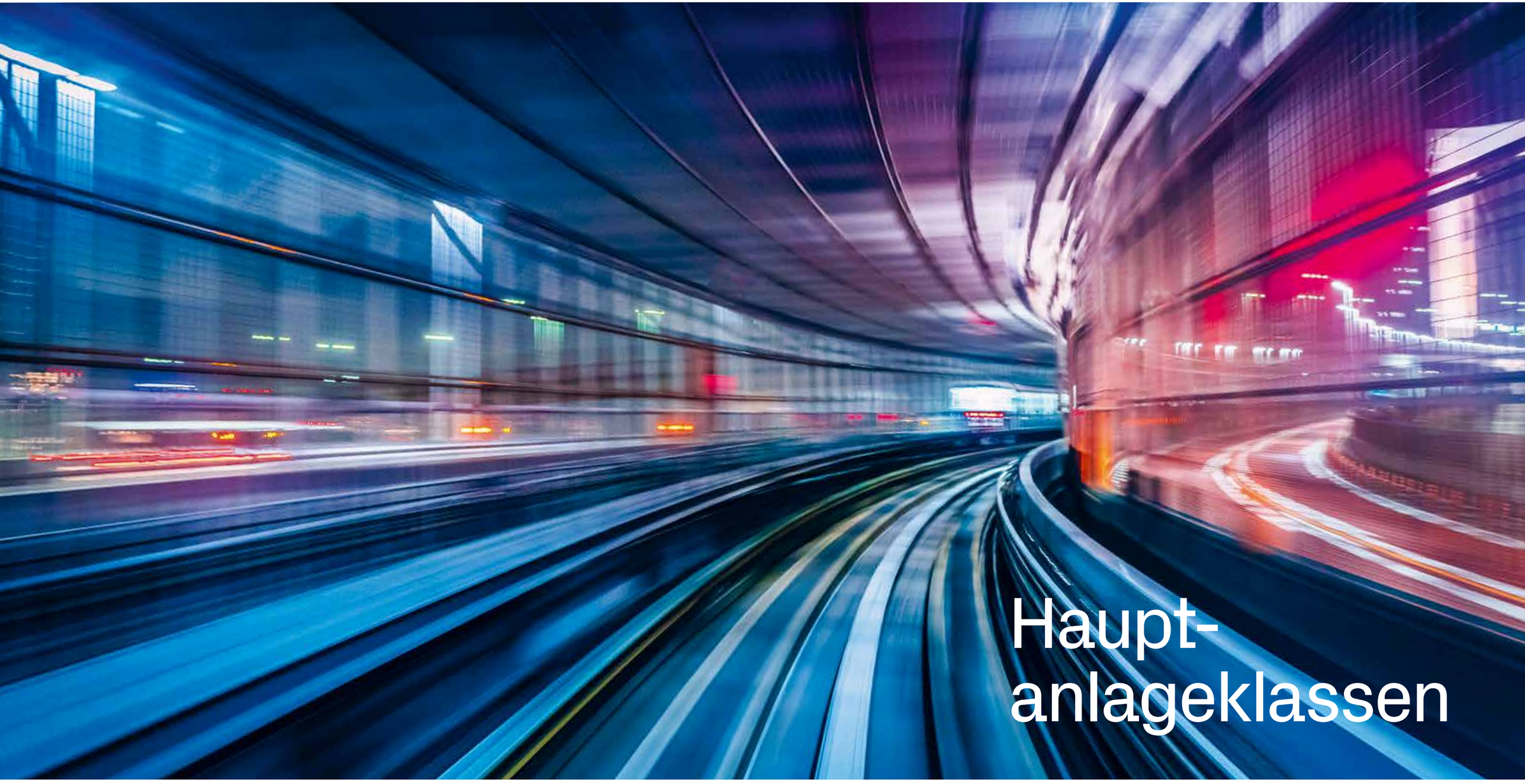
↗ Nachhaltigerer Konsum

↗ Verstärkte Naturschutzbemühungen

Business as usual

Quelle Adam Islaam, Internationales Institut für Angewandte Systemanalyse (IIASA); Credit Suisse

1970 2010 2050 2100



Haupt-
anlageklassen

Durationsrisiko bei Fixed-Income-Anlagen beachten

Staatsanleihenrenditen dürften vor dem Hintergrund der Konjunkturdynamik und der Normalisierung der Geldpolitik 2022 weiter steigen. Da sich die Inflationsraten verlangsamen, gehen wir nicht länger davon aus, dass inflationsindexierte Anleihen (ILBs) aus den USA ihre nominalen Pendants übertreffen werden, auch wenn ILBs der Eurozone hierfür noch Spielraum hätten. Zudem rechnen wir nicht damit, dass globale Investment-Grade- oder High-Yield-Anleihen eine starke Performance erzielen werden. Indes dürften die Fundamentaldaten für Schwellenländer-Hartwährungsanleihen weniger günstig ausfallen. Eine interessante Alternative zu renditestarken Industrieländer-Unternehmensanleihen sind globale Senior Loans, die attraktive relative Bewertungen aufweisen.

Staatsanleihen: Jahrzehntelanger Bullenmarkt
Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen, in %

Letzter Datenpunkt 22.10.2021
Quelle Refinitiv, Credit Suisse

Industrieländer:
Staatsanleihen bleiben unattraktiv
In den Industrieländern stehen nächstes Jahr die Zentralbanken und die Aussichten auf eine Auflösung der quantitativen Lockerung und die Normalisierung der Geldpolitik im Mittelpunkt. Einige Zentralbanken – angeführt von Norwegen und Neuseeland – haben bereits begonnen, die Zinsen anzuheben. Die Märkte rechnen damit, dass andere Länder folgen werden. Wir erwarten, dass die US-Notenbank (Fed) eine Zinserhöhung im Jahr 2022 und vier weitere im Jahr 2023 durchführen wird. Die Renditen von Staatsanleihen dürften angesichts der Konjunkturdynamik und der Normalisierung der Geldpolitik weiter steigen.

ILBs der Eurozone könnten überdurchschnittlich abschneiden
Die Inflationserwartungen in der Eurozone liegen weiter unter dem Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) und könnten Anfang 2022 weiter zulegen. Dies legt den Schluss nahe, dass Eurozone-ILBs ein gewisses Potenzial für eine Outperformance gegenüber nominalen Staatsanleihen aufweisen. In der Eurozone greifen die Anreizmassnahmen der EZB und der Europäischen Union den Peripheriestaaten weiter unter die Arme. Indes könnten sich die Spreads von Staatsanleihen wie zwischen der italienischen Staatsanleihe BTP und der deutschen Bundesanleihe weiter verengen, wenn die Fiskalunion der Eurozone Fortschritte macht. Dagegen spiegelt sich in den aktuellen Inflationserwartungen in den USA die Auffassung wider, dass sich die Inflation 2022 in Richtung des Fed-Ziels von 2% verlangsamen wird. In einem solchen Szenario wären steigende Nominalzinsen in erster Linie Anstiegen der Realzinsen zuzuschreiben. Folglich würden US-ILBs nicht mehr wie 2021 besser abschneiden als ihre nominalen Pendants.

Düstere Aussichten für die Erträge von Unternehmensanleihen
Wir erwarten weder bei globalen Investment-Grade- noch bei High-Yield-Anleihen eine starke Performance. Die Eindämmung der Pandemie und die anhaltende Erholung der Weltwirtschaft könnten die Risikobereitschaft im Zuge der beginnenden Normalisierung der Geldpolitik der Fed stützen. Allerdings könnte sich die Normalisierung infolge höherer US-Staatsanleihenrenditen negativ in der Performance des Kreditmarkts niederschlagen. Die gegenwärtig niedrigen Investment-Grade- und High-Yield-Spreads legen den Schluss nahe, dass die Anleihenperformance durch steigende Renditen von Kern-Staatsanleihen ausgebremst wird. Darüber hinaus signalisiert eine vergleichsweise flache Kreditkurve, dass sich die Kreditrisikoprämien wieder in Richtung ihres langfristigen Durchschnitts normalisieren könnten (d.h. Anstieg der Spreads gegenüber Staatsanleihen). Insgesamt befürworten wir für 2022 eine kurze Duration.

Hartwährungsstaatsanleihen aus Schwellenländern verlieren an Attraktivität
Unserer Einschätzung nach dürften die Fundamentaldaten von Schwellenländerstaatsanleihen in Hartwährung 2022 weniger Unterstützung bieten, da sich die Aussenbilanzen wohl kaum weiter verbessern werden und zahlreiche Schwellenländer ihre Fiskalausgaben nach dem COVID-19-Schock drastisch gesteigert und damit die Staatsverschuldung erhöht haben. Ein höherer Finanzierungsbedarf dürfte die Zinsen unter Aufwärtsdruck setzen, weil der Markt für den Kauf von Schwellenländeranleihen eine höhere Prämie verlangen wird. Hinzu kommt, dass sich die Ertragsaussichten für Schwellenländerstaatsanleihen in Hartwährung verschlechtern, wenn die Fed kurzfristig mit der Reduzierung ihrer Anleihenkäufe beginnt und später die Zinsen anhebt. Insgesamt erscheinen die aktuellen Spreads nicht attraktiv genug, um Anleger für die steigende Zinsvolatilität zu entschädigen. Folglich hat sich das Risiko-Ertrags-Verhältnis von Hartwährungsstaatsanleihen aus Schwellenländern verschlechtert.

Auf regionaler Ebene werden die Erträge asiatischer Hartwährungsanleihen 2022 voraussichtlich im niedrigen einstelligen Prozentbereich liegen. Die Spreads dürften stabil bleiben, da die Fundamentaldaten asiatischer Staaten dank starker politischer Schützenhilfe in der Pandemie robust sind. Tatsächlich haben sich die Devisenreserven und Leistungsbilanzen Asiens verbessert, während das Verhältnis zwischen Auslandsverschuldung und Bruttoinlandprodukt (BIP) nur leicht gestiegen ist. Für die restlichen Schwellenländer begrenzen steigende US-Renditen und ein tieferer Carry das Gesamtertragspotenzial. In Asien bevorzugen wir China. Dessen niedrigere Duration dürfte Abwärtsrisiken infolge steigender US-Staatsanleihenrenditen begrenzen, während die relativen Bewertungen günstig sind, wenn man die bessere fundamentale Verschuldung berücksichtigt. China gehört zu den Ländern mit der niedrigsten Auslandsverschuldung im Verhältnis zum BIP, und seine Leistungsbilanzen haben sich in den letzten zwei Jahren weiter verbessert.

In den Schwellenländern könnte eine gewisse Wachstumsabschwächung in Kombination mit schlechteren Refinanzierungskonditionen im Inland dazu führen, dass sich die Ausfallquoten und die Performance von Unternehmensanleihen 2022 nur begrenzt verbessern. Da die Renditen globaler Staatsanleihen vermutlich nach oben tendieren, setzen wir lieber auf Schwellenländer-Unternehmensanleihen kurzer Duration.

Zudem könnte die Kombination aus höheren Zinsen und nach wie vor schwachen Arbeitsmärkten in den Schwellenländern die Löhne 2022 in Schach halten. Das könnte eine geringere Nachfrage und niedrigere implizite Umsätze der dortigen Unternehmen mit sich bringen. Das Ergebnis dürfte eine schleichende Verschlechterung der Fundamentaldaten, wie der Verschuldung und der Zinsdeckungsquoten, sein. Wir sind vergleichsweise vorsichtig und positionieren uns lieber defensiv für Schwellenländer-Unternehmensanleihen kurzer Duration. Dabei bevorzugen wir Segmente mit ausgewogenem Risiko-Ertrags-Profil im Hinblick auf Wert und Ausfallquoten. Ein Beispiel sind asiatische Cross-over-Unternehmensanleihen mit robuster fundamentaler Bonität. Insgesamt sind die Aussichten für Staats- und Unternehmensanleihen aus Schwellenländern durchwachsen, obschon der grössere Spread im Vergleich zu Staatsanleihen von Industrieländern einige selektive Chancen mit sich bringen könnte.

Senior Loans bevorzugt
Eine interessante Alternative zu renditestarken Unternehmensanleihen in Industrieländern sind globale Senior Loans (Einzelheiten auf Seite 35). Diese bieten attraktive relative Bewertungen und dürften 2022 von einem Umfeld mit höheren Staatsanleihenrenditen, niedrigen erwarteten Ausfallquoten und zunehmenden Rating-Heraufstufungen profitieren.

Tatsächlich übersteigt die Zahl der Rating-Heraufstufungen bei globalen Senior Loans die Zahl der Herabstufungen so deutlich wie seit dem 2. Quartal 2012 nicht mehr. Das liegt unter anderem an den entgegenkommenden Kreditkonditionen für bonitätsschwächere Emittenten und der Wiederöffnung der Volkswirtschaften, was den Weg für positive Rating-Massnahmen ebnet. Wir erwarten, dass dieser Trend anhalten wird, insbesondere in zyklischen Sektoren wie Elektronik und Chemie.

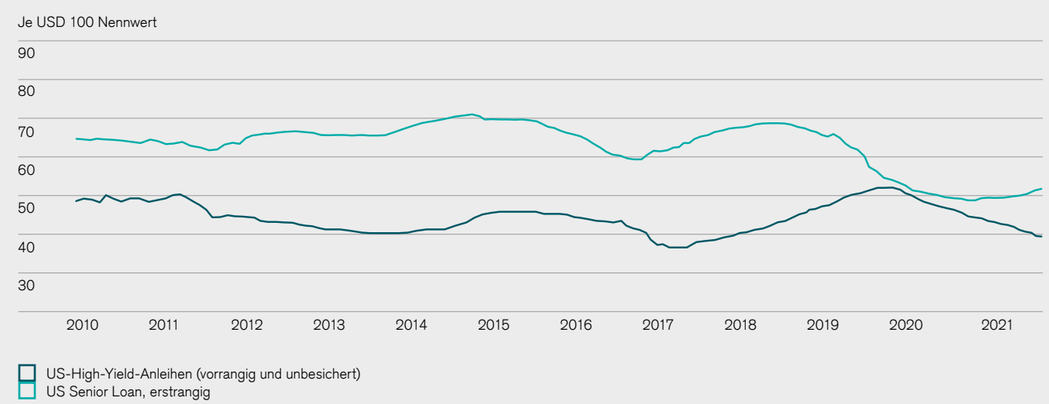
Was sind Senior Loans?

Senior Loans sind variabel verzinste Kredite (Anteil der Schuldtitel, dessen Zinsen sich nach einem zinsvariablen Benchmark richten) von Unternehmen, die kein Investment-Grade-Rating besitzen und/oder einen hohen Anteil aufgenommener und ausstehender Schulden aufweisen. Unternehmen leihen sich damit Kapital, um Übernahmen und umfassende Investitionen oder Refinanzierungen durchzuführen und/oder vorhandene Schulden aufzustocken oder Aktionären einmalige Dividendenzahlungen zu leisten. Da sich die Stabilität solcher Unternehmen schwer einschätzen lässt, betrachtet der Markt diese Kredite als risikoreicher und verlangt infolgedessen einen höheren Ertrag in Form von Gebühren und einem Aufschlag auf den Kreditzins.

Senior Loans sind in der Regel erstrangige Kredite und im Insolvenzfall durch Vermögenswerte des Unternehmens besichert. Gerät ein Unternehmen in eine Notlage und erklärt Insolvenz, erhalten Senior Loans in der Regel Vorrang vor Anleiheninhabern und Aktionären. Obschon es keine Garantie dafür gibt, dass der Betrag der Sicherheit ausreicht, um den Kredit voll zurückzuzahlen, hat die Besicherung von Senior Loans bislang dazu geführt, dass die Erlösquoten bei notleidenden Krediten wesentlich höher waren als bei ausgefallenen High-Yield-Anleihen (vgl. Grafik).

Senior Loans werden über einen schriftlichen Vertrag (Kreditvereinbarung) ausgereicht. In diesem ist festgeschrieben, wie die Gelder dem Kreditnehmer bereitgestellt werden und welcher Zinssatz von diesem zu zahlen ist. Ebenso wird die Geschäftstätigkeit des Kreditnehmers erheblichen Einschränkungen unterworfen. Dies soll die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass die Kreditgeber ihre Mittel zurückerhalten.

Senior Loans haben höhere Erlösquoten im Vergleich zu High-Yield-Anleihen
So viel würde ein Anleger beim Zahlungsausfall eines Emittenten für Senior Loans im Vergleich zu High-Yield-Anleihen von seiner Anlage zurückerhalten.



Gemessen an Schuldtitelkursen direkt vor einem Umtausch notleidender Titel oder 30 Tage nach einem Zahlungsausfall ohne Umtausch notleidender Titel, 3-Jahres-Durchschnitt.

Letzter Datenpunkt 30.09.2021
Quelle Moody's, Credit Suisse

Technische Analyse: Anleihenrenditen-Trends 2022

Unsere technischen Analysten erwarten 2022 einen weiteren Anstieg der globalen Anleihenrenditen. Grund hierfür sind zwei wichtige technische Faktoren: das Potenzial für grosse technische Basen an den globalen Anleihenmärkten sowie unsere Einschätzung, wonach sich die Dynamik, die hinter dem Renditeanstieg steckt, nach der Anleihenrally im Sommer 2021 wieder verstärken wird.

Renditen von US-Anleihen weiter gestiegen
Die Renditen 10-jähriger US-Anleihen legten gegen Ende des 3. Quartals nach einem früheren Anstieg 2021 wieder zu. Folglich könnte sich eine 3-jährige technische Basis bilden, die sich unseres Erachtens 2022 deutlich negativ auf Staatsanleihen auswirken würde. Das wichtige Renditeniveau dieser Basis liegt bei 1.70%. Sollte ein Wochenschluss darüber liegen (was unserem Basisszenario entspricht), würde dies unseres Erachtens die Weichen für einen deutlicheren Anstieg der Renditen im Verlauf des kommenden Jahres stellen. Die nächsten wichtigen Renditeniveaus, die 2022 für die Entwicklung der US-Anleihenrenditen zu beobachten sind, liegen bei 1.965%/2.00% und dann bei 2.145%/2.16%. Der Umfang der Basis legt nahe, dass dieses Niveau später im Jahr sogar noch weiter steigen könnte. Der Anstieg der Anleihenrenditen verstärkt sich durch die Wiederbeschleunigung zahlreicher mittelfristiger Indikatoren, darunter auch der Momentum-Indikator für das Zusammen- oder Auseinanderlaufen des gleitenden Durchschnitts (MACD), der die Stärke eines Trends misst. Unsere eigenen Momentum-Indikatoren, die unter anderem auf bereinigten gleitenden Durchschnitten und der Dynamik des Gesamtertrags basieren, haben 2021 ebenfalls durchweg pessimistische Aussichten für globale Staatsanleihen signalisiert und warnen weiterhin vor nachlassendem Momentum ins Jahr 2022 hinein. In den USA dürften die 10-jährigen US-Break-even-Inflationsraten (marktimplizite Inflationsprognosen) kaum deutlich über die wichtigen langfristigen Niveaus bei 273/278 Basispunkten steigen, welche die Rekorde von 2005 und 2012 darstellen. Folglich meinen wir, dass der Anstieg der US-Nominalzinsen letztlich wesentlich von steigenden Realzinsen herrühren wird. Dies basiert auf unserer Auffassung, wonach die realen 5-jährigen US-Renditen möglicherweise dabei sind, eine potenzielle doppelte charttechnische Bodenbildung (Double Bottom) abzuschliessen. Dieses technische Muster ergibt sich, nachdem zwei sukzessive Tiefs auf demselben Niveau entstehen. In diesem Fall würde sich das oberhalb von –1.445% bestätigen. Falls sich diese Double-Bottom-Basis bilden kann, würde dies unseres Erachtens einen wesentlich deutlicheren Anstieg der US-Realzinsen bekräftigen.

Insgesamt betrachtet legen die Momentum-Indikatoren und die Analyse der technischen Muster nahe, dass die Renditen von US-Anleihen und die Realzinsen 2022 deutlich zulegen werden. Das dürfte schwache Gesamterträge von Staatsanleihen als Anlageklasse nach sich ziehen.

> “ Momentum-Indikatoren und die Analyse der technischen Muster legen nahe, dass die Renditen von US-Anleihen und die Realzinsen 2022 deutlich zulegen werden.

Britische Anleihen geben den Ton an
In den Kern-Industrieländern haben die Renditen britischer Anleihen 2021 den Anstieg angeführt. Bei den 10-jährigen Laufzeiten hat sich nach Überschreiten langfristiger Renditewiderstände Anfang 2021 bereits eine gleichwertige mehrjährige Basis bestätigt. Das mittelfristige Momentum ist dort sogar stärker, wenn auch weit entfernt von einem überverkauften Niveau. Aus technischer Perspektive halten wir es für möglich, dass die Renditen 10-jähriger britischer Anleihen im Laufe von 2022 wieder in Richtung ihres Hochs von 2018 bei 1.75% klettern. Zwischenstände liegen bei 1.375%/1.39%. Die Rendite 10-jähriger deutscher Anleihen würde bei einem Ausbruch über die Marke von –0.075/–0.05% eine ähnliche Struktur bilden. Damit dürfte es 2022 zu einer Neubewertung der globalen Renditen kommen.

Die europäischen Inflationserwartungen haben den Anstieg der europäischen Renditen 2021 nach einem im Gesamtjahr anhaltenden Plus beflügelt. Die 10-jährige deutsche Break-even-Inflation war dabei Anfang des Jahres aus einer über sechs Jahre währenden Spanne ausgebrochen. Aus technischer Sicht stellte dies einen systemverändernden Ausbruch dar. Allerdings ist der Markt bereits bei den nächsten wichtigen Widerständen bei 192/194.5 Basispunkten mit Spielraum für weiteres begrenztes Aufwärtspotenzial zur psychologisch wichtigen Marke bei 200 Basispunkten. Wir erwarten, dass sich die europäischen Inflationserwartungen stärker als in den USA in einem hohen Bereich halten.

Bei inflationsindexierten europäischen Anleihen und ihren US-Pendants hat eine Scherenentwicklung eingesetzt: Die Inflationserwartungen für Europa steigen schneller als für die USA. Hinsichtlich der technischen Analyse spiegelt diese Divergenz das grosse Top und die Umkehrung der relativen Inflationserwartungen für die beiden Regionen. Dieser neue Trend dürfte bis ins Jahr 2022 andauern.

Insgesamt betrachtet sollten sich Fixed-Income-Anleger 2022 ebenfalls auf schwache Gesamterträge europäischer und britischer Staatsanleihen einstellen. Dabei belegt der technische Ausblick, dass die Renditen noch erheblich weiter steigen können.

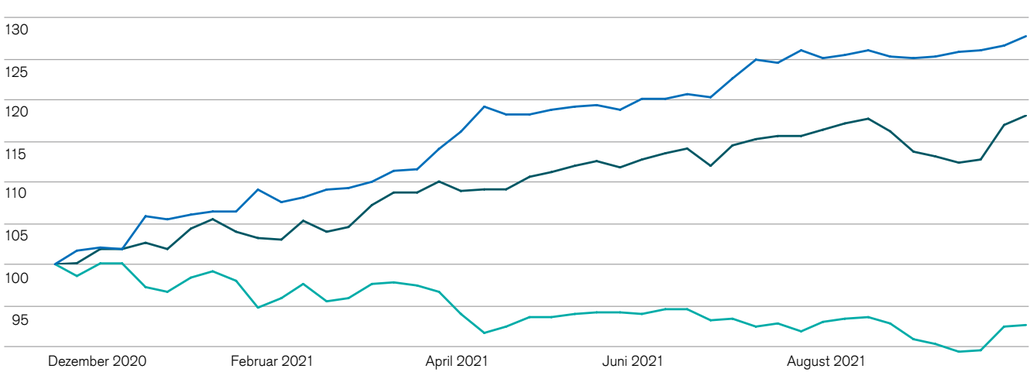
Gewinne dürften Aktien beflügeln

Wir gehen davon aus, dass die Gewinne der wichtigste Treiber für die Aktienerträge sein werden. Entsprechend unseren Gewinnerwartungen rechnen wir für das Jahr 2022 mit Aktienerträgen im hohen einstelligen Prozentbereich, verglichen mit zweistelligen Niveaus im Jahr 2021. Weitere positive Faktoren für diese Anlageklasse in nächster Zeit sind die anhaltende Erholung der Wirtschaft und das TINA-Prinzip, wonach es keine Alternative zu Aktien gibt («There is no alternative»).

Zentrales Thema: Preissetzungsmacht
Die meisten Aktienmärkte und Regionen erbrachten im letzten Jahr beeindruckende Renditen. Die Gewinne im MSCI AC World im Jahr 2021 haben die Höchststände aus der Zeit vor der Pandemie übertroffen, was zu hohen Aktienerträgen geführt hat. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist jedoch gesunken, weil die Niveaus bereits erhöht waren und die Anleger eine abnehmende fiskal- und geldpolitische Unterstützung aus der COVID-19-Ära erwarteten (vgl. Grafik).

Für 2022 rechnen wir mit einem Jahr der «Normalisierung». Die Erholung dürfte andauern, wenngleich langsamer und wohl vor allem im 1. Halbjahr 2022. Die Finanzlage der Haushalte bleibt gut. Ausserdem erwarten wir, dass sich die Gewinne 2022 normalisieren werden, nachdem die fiskal- und geldpolitischen Impulse für einen kräftigen Schub gesorgt hatten und die Volatilität zu Beginn der COVID-19-Pandemie hoch gewesen war.

KGV: Gewinne steigen schneller als Kurse



MSCI World
12-Monats-forward-KGV
12-Monats-forward-Gewinne

Hinweis: Gewinn indexiert (100 = 31.12.2020)

Letzter Datenpunkt 28.10.2021
Quelle Refinitiv, Credit Suisse

Die Konsensprognosen deuten für das Jahr 2022 auf ein Gewinnwachstum im hohen einstelligen Prozentbereich der langfristigen Durchschnitte hin. Das positive gesamtwirtschaftliche Umfeld dürfte unseres Erachtens das Umsatzwachstum stützen. Wir gehen von weiterhin soliden Margen aus. Dennoch betrachten wir die durch die stärkere Nachfrage steigenden Inputkosten und die wachsende Kluft zwischen dem Produzenten- und dem Konsumentenpreisindex, der den Unternehmen weniger Spielraum lässt, steigende Kosten auf die Konsumenten abzuwälzen, als Belastung für die Margen. Die Preissetzungsmacht wird daher im Jahr 2022 zu einem wichtigen Thema für Aktienanleger werden. Unternehmen, die höhere Inputkosten an die Konsumenten weiterreichen können, werden besser abschneiden als jene mit wenig Preissetzungsmacht. Nach Aktienerträgen im zweistelligen Prozentbereich im Jahr 2021 gehen wir für 2022 von solchen im hohen einstelligen Prozentbereich aus.

Wenig Spielraum für eine Höherbewertung
Die traditionellen Bewertungskennzahlen (z.B. das KGV) sind im Jahr 2021 zwar gesunken, bleiben im Vergleich zu ihren historischen Durchschnitten aber hoch. Wir erkennen wenig Spielraum für eine Höherbewertung (d.h. höhere KGVs), denn unserer Einschätzung nach werden die Finanzierungsbedingungen, darunter die Zinssätze, im Jahr 2022 wegen der steigenden Realzinsen schwieriger. Wir erwarten, dass die US-Notenbank (Fed) Mitte November mit der Drosselung ihrer Wertschriftenkäufe (Tapering) beginnen und die Käufe bis Mitte 2022 ganz einstellen wird.

Wesentliche Risiken für globale Aktien im Jahr 2022
Globale Aktien sind 2022 von mehreren Risiken bedroht. Ein Risiko für die Gewinne (d.h. die Margen) sind steigende Inputkosten. Ein anderer Risikofaktor sind weitere Störungen in den Lieferketten, die bereits seit dem 2. Halbjahr 2021 die Rentabilität einiger Unternehmen belasten. Von der Inflation gingen im Jahr 2021 auch Risiken aus, obwohl die meisten Marktteilnehmer die derzeit erhöhte Inflation als vorübergehend betrachten. Eine überraschend beharrliche Inflation könnte jedoch zu restriktiveren geldpolitischen Bedingungen führen und die Gefahr von «politischen Fehlern» erhöhen – beides wäre für globale Aktien negativ. Darüber hinaus dürfte es künftig weniger Spielraum für Konjunkturmassnahmen geben. Die Regierungen dürften ihre beispiellose fiskalpolitische Unterstützung während der COVID-19-Krise zurückschrauben und nach den US-Zwischenwahlen könnte eine politische Pattsituation drohen. Ein «Comeback» von COVID-19 infolge neuer Mutationen, gegen welche die Impfstoffe weniger wirksam sind, ist auch ein Risiko, das im Auge behalten werden sollte. Von China gehen ebenfalls potenziell Risiken für globale Aktien aus, zum Beispiel eine nachlassende Konjunktur und drohende weitere Belastungen von regulatorischer Seite, die im Jahr 2021 bereits einige Sektoren trafen. Schliesslich stehen im Jahr 2022 einige für Anleger relevante Wahlen an: die US-Zwischenwahlen und die Präsidentschaftswahlen in Frankreich und Brasilien.

Gewinnwachstum im MSCI AC World: Wachstum der Gewinne pro Aktie (EPS) dürfte sich 2022 normalisieren

6.4% Jährliche Wachstumsrate (CAGR) des EPS-Wachstums (2010 – 2019)

–11.9% EPS-Wachstum 2020

48.8% geschätztes EPS-Wachstum 2021

7.6% geschätztes EPS-Wachstum 2022

Letzter Datenpunkt 23.09.2021
Quelle Refinitiv, Credit Suisse

Sektorausblick

Nicht-Basiskonsumgüter: Aufgestaute Nachfrage

Der Nicht-Basiskonsumgüter-Sektor dürfte sich im Jahr 2022 gut entwickeln. Innerhalb des Sektors sind Engagements in den Segmenten Restaurants, Hotels und Freizeit möglich. Die Gruppe hat sich schwächer entwickelt als andere, weil sich die Wiedereröffnung von Lokalen und Freizeiteinrichtungen verzögert hat. Wir betrachten dies als eine attraktive Möglichkeit, weil wir von höheren Ausgaben für Dienstleistungen und/oder einem stärkeren Konsum ausgehen. Durch die aufgestaute Nachfrage, die bessere Lage am Arbeitsmarkt und die solide Finanzlage der Haushalte bleiben die Konsumtrends positiv.

Finanzen: Höhere Zinssätze beflügeln

Finanzwerte, insbesondere Banken, zählen zu den Hauptnutzniessern höherer Renditen und Zinserwartungen. Höhere Ausschüttungen an die Aktionäre in Form von Dividenden oder Aktienrückkäufen geben Finanzwerten unseres Erachtens zusätzlich Auftrieb. Die Bewertung des Sektors bleibt attraktiv, und die Gewinnsituation ist positiv.

Informationstechnologie: Steigende Realzinsen belasten

Der Sektor profitiert von langfristigen Wachstumstrends. Gut entwickeln dürften sich Software und Dienste, die gute Gewinnaussichten und robuste Cashflow-Generierung aufweisen. Der Anstieg der Realzinsen wirkt sich belastend aus. Allgemein zählen zu diesem Sektor interessante Marktsegmente, deren disruptive Wirkung den Marktanteil und die Gewinnmargen steigern könnten. Dazu gehören unter anderem Branchen mit Technologiebezug.

Kommunikationsdienste: Wachstum und hohe Bewertungen

Die Gewinnaussichten im Sektor Kommunikationsdienste entsprechen jenen von globalen Aktien. Das Segment Technologie / interaktive Medien bietet ein attraktives Wachstum, ist aber hoch bewertet, wohingegen die Telekommunikationsdienste gutes Wertpotenzial besitzen, während das Wachstum eher schwach ist. Darüber hinaus bleiben regulatorische Belastungen und potenziell höhere Steuern und Abgaben ein Hauptrisiko und könnten massive Auswirkungen haben. Doch wie ausgeprägt diese Veränderungen sein werden, ist schwierig zu beurteilen.

Versorgungsunternehmen: Unter Druck

Der Versorgersektor ist im Jahr 2021 hinter dem globalen Aktienbenchmark (MSCI World) zurückgeblieben und zählt auch nicht zu unseren bevorzugten Sektoren für 2022. Die Gewinnerwartungen für 2022 haben sich zwar verbessert, jedoch musste der Sektor im Jahr 2021 Gewinnrückgänge hinnehmen. Negative makroökonomische Faktoren (z.B. höhere Zinsen und Renditen) dürften eine noch stärkere Wirkung haben, sobald die Zentralbanken einige ihrer geldpolitischen Stimuli nach und nach zurücknehmen.

Energie: Vollständige Erholung von Effekten der Pandemie

Der Energiesektor verzeichnete im Jahr 2021 die stärkste Gewinnerholung. Seit Jahresbeginn dürfte sich das Gewinnwachstum um über 100% erhöht haben. Im Jahr 2022 werden sich die Gewinne voraussichtlich vollständig von den Auswirkungen der Pandemie erholen und laut den Konsensschätzungen 5% höher sein als 2019 (vor der Pandemie). Trotz der attraktiven Fundamentaldaten und der hohen Dividendenrenditen durch die Erholung der Ölpreise und die Stabilisierung der Cashflows bestehen nach wie vor strukturelle Probleme durch die Energiewende sowie Bedenken rund um die Themen Umwelt, Soziales und Governance (ESG).

>100%

erwarteter Anstieg des Gewinnwachstums im Energiesektor im Jahr 2021

Gesundheitswesen: Kurzfristig schwierige Bedingungen

Das Gewinnwachstum und die Kursentwicklung im Sektor Gesundheitswesen haben mit den globalen Aktien im Jahr 2021 nicht Schritt gehalten. Die Konsensgewinnerwartungen liegen noch immer unter jenen von globalen Aktien; auch die relative Dynamik ist schwach. Langfristige Wachstumstreiber wie der bessere Zugang zu Gesundheitsleistungen in den Schwellenländern, der sehr gute operative Hebel, die niedrigen Inputkosten und die alternde Bevölkerung haben unterdessen nach wie vor Bestand. Allerdings stellt der Anstieg der Zinsen aufgrund der anhaltenden Erholung der Weltwirtschaft ein Risiko für diesen defensiven Sektor dar.

Material: Wachstumstreiber zeigen weiter Wirkung

Wir gehen davon aus, dass der Materialsektor im Jahr 2022 attraktive Erträge erbringen wird, weil das weltweite Wachstum über dem Trend liegt und einige Metalle beim Übergang zu mehr Nachhaltigkeit in der Produktion und beim Konsum (z.B. Elektroautos) eine wichtige Rolle spielen. Das Gewinnwachstum dürfte sich unseres Erachtens 2022 stabilisieren, weil sich die Basiseffekte abschwächen und das globale Wachstum unter die Höchststände von 2021 sinkt. Die langfristigen strukturellen Wachstumstreiber des Sektors bleiben indes intakt.

Industrie: Bessere Aussichten durch weltweite Normalisierung

Die Industrie ist der konjunktursensibelste Sektor und spricht sehr stark auf die Entwicklung im weltweiten verarbeitenden Gewerbe und die Industrieproduktion an. Für 2022 erwarten wir, dass der Druck auf die globalen Lieferketten durch die weltweite «Normalisierung» nachlassen wird. Der Sektor dürfte von der erneuten Beschleunigung der globalen Industrieproduktion profitieren, schliesslich sind die Lagerbestände derzeit sehr niedrig.

Aktien-Anlagestile: Mehrere Stile könnten sich 2022 hervortun

Bei den Aktienstilen waren 2021 keine eindeutigen Trends erkennbar. Bis Redaktionsschluss legten nur die Stile «Quality» und «Value» (leicht) gegenüber dem MSCI World Index zu. In gewisser Weise zeugt dies von der Unsicherheit, den breit gefächerten wirtschaftlichen Auswirkungen und den unklaren Daten durch die globale Pandemie, während die Welt sich bemühte, den Schock zu verkraften und sich entsprechend anzupassen. Für das Jahr 2022 erwarten wir, dass der «Growth»-Stil in den USA erneut Unterstützung erhalten wird. Dasselbe gilt für globale Small Caps, wenngleich in erster Linie in Europa. Andererseits gehen wir weiterhin davon aus, dass der «Value»-Stil in der Eurozone gut abschneiden wird. Gestützt werden unsere Einschätzungen von den positiven Konjunkturaussichten und der Erwartung, dass die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) über unseren gesamten Prognosezeitraum hinweg auf eine Expansion hindeuten werden. Ausserdem sprechen die meisten der zahlreichen US-Indikatoren weiter für ein positives makroökonomisches Umfeld.

Regionaler Ausblick

USA

Politik und Fed im Fokus
Die Aussichten für US-Aktien sind entscheidend für unseren allgemeinen Ausblick für Aktien, da die USA 60% des MSCI AC World – des globalen Aktienbenchmarks – ausmachen. Wir gehen davon aus, dass die Geldpolitik und die Politik generell im Jahr 2022 bedeutende Treiber für US-Aktien sein werden. Die Aktienhausse dürfte durch die Drosselung der Wertschriftenkäufe (Tapering) etwas verlangsamt werden, unserer Ansicht nach aber den Aufwärtstrend fortsetzen.

Weitere mögliche Belastungsfaktoren für US-Aktien sind eine restriktivere Geldpolitik und die von uns erwarteten steigenden Realzinsen. Auf politischer Ebene stehen die US-Zwischenwahlen im November 2022 im Fokus. Die Demokraten könnten ihre (dünne) Mehrheit in einer oder in beiden Kammern verlieren. Dann würde eine politische Pattsituation drohen. Daher rechnen wir nach den US-Zwischenwahlen mit niedrigeren Staatsausgaben.

Trotz dieser möglichen Belastungen bleibt unser Ausblick für US-Aktien konstruktiv. Die soliden Gewinnaussichten und die weiterhin günstige Finanzlage dürften US-Aktien stützen. Zudem hat der US-Aktienmarkt ein bedeutendes Exposure gegenüber dem Technologiesektor und kann daher von langfristigen Wachstumstrends profitieren.

Eurozone

Erholung setzt sich fort
Die Konjunkturaussichten für das Jahr 2022 bleiben in der Eurozone freundlich. Wir gehen davon aus, dass die Gewinne der wichtigste Treiber für globale Aktien bleiben werden; das gilt auch für die Eurozone. Die Konsensgewinnprognosen sind in der Eurozone im Vergleich der wichtigsten Industrieländer mit am höchsten, was unseren positiven Ausblick für Aktien der Eurozone stützt.

Das grösste Aufwärtspotenzial erkennen wir in Märkten, die während der Erholung nach der Pandemie zurückgeblieben sind. Auf politischer Ebene wird die Präsidentschaftswahl in Frankreich im Fokus stehen. Der Wahlsieg eines europaskeptischen Präsidentschaftskandidaten wäre ein Risiko für die europäische Integration. Interessant wird auch sein, ob die Koalition, die letzten Endes Deutschland regieren wird, auf höhere Staatsausgaben und eine weitere europäische Integration drängen wird, was für Anlagen in Europa vorteilhaft wäre.

Die Entwicklungen in China sind für Aktien der Eurozone ebenfalls bedeutsam, insbesondere für den französischen (z.B. Luxusgüterunternehmen) und den deutschen Aktienmarkt (z.B. Automobilhersteller).

Schweiz

Währung im Fokus
Die Sektoren Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter sind im Index stark gewichtet. Deshalb gilt der Schweizer Aktienmarkt als defensiver Markt. Dieser defensive Charakter kann sich je nach Marktumfeld positiv oder negativ auswirken.

Im Jahr 2021, das sowohl von einer massiven Erholung der Gewinne als auch von zyklischen Märkten geprägt wurde, konnten Schweizer Aktien mit dem breiten Aktienbenchmark (MSCI World) nicht Schritt halten. Doch 2022 dürfte das Jahr der «Normalisierung» werden, sodass wir damit rechnen, dass sich Schweizer Aktien parallel zum globalen Aktienbenchmark entwickeln werden.

Ein wichtiger Treiber für Schweizer Aktien ist die Währung, und für den exportorientierten Schweizer Aktienmarkt ist ein stärkerer CHF negativ. Wir sind davon überzeugt, dass die Schweizerische Nationalbank den CHF im kommenden Jahr unter Kontrolle halten wird (vgl. Seite 46).

Grossbritannien

Suche nach Lösungen
für die Probleme nach dem Brexit
Grossbritannien verzeichnete im Jahr 2021 von allen Industrieländern die stärkste Gewinnbelebung. Die geschätzten Gewinne pro Aktie (EPS) für 2022 dürften sich für britische Aktien vollständig von der Pandemie erholen und gemäss Konsensschätzungen 4% über dem EPS von 2019 (vor der Pandemie) liegen. Trotz dieses positiven Trends haben sich britische Aktien seit 2019 schwächer entwickelt als globale Aktien.

Dies hat die bereits spürbare Tieferbewertung (d.h. den Rückgang des KGV) durch den Brexit weiter verstärkt, und der Markt weist nun eine historisch niedrige Bewertung auf. In nächster Zeit dürften die am stärksten gewichteten Sektoren am britischen Markt, die viel mehr als andere von den Lockdown-Massnahmen betroffen waren, von der Wiedereröffnung der Wirtschaft am deutlichsten profitieren.

In den britischen Aktienindizes sind darüber hinaus der IT-Sektor weniger stark und der Finanzsektor stärker gewichtet als im MSCI World, was in einem Umfeld mit steigenden Zinsen positiv zu Buche schlagen sollte. Wir erwarten, dass sich britische Aktien 2022 gut entwickeln werden, angetrieben vom Gewinnwachstum, aber auch von einem Anstieg der Bewertungskennzahlen. Die hohe Dividendenrendite von rund 4% dürfte den Gesamterträgen ebenfalls zugutekommen.

Japan

Gute Aussichten
Japanische Aktien verloren im 1. Halbjahr 2021 aufgrund des verzögerten Beginns der COVID-19-Impfkampagnen und der anhaltenden pandemiebedingten Beschränkungen etwas den Anschluss. Doch im 2. Halbjahr holte Japan im Vergleich zu anderen Industrieländern auf, sowohl was die Impfungen als auch was die Entwicklung am Aktienmarkt betraf. Der Grund: Politische Veränderungen machten den Weg für eine neue Regierung und potenzielle Konjunkturpakete frei. Wir erwarten, dass japanische Aktien im Jahr 2022 attraktive Renditen erbringen werden. Dies wegen der vollständigen Wiedereröffnung der Wirtschaft, die den Binnenkonsum antreiben wird, und weil durch den nachlassenden Druck auf die Lieferketten und die starke Auslandnachfrage die Exporte anziehen dürften.

Zugleich ist mit einem attraktiven Gewinnwachstum, mehr Aktienrückkäufen und einer unterstützenden (sowohl Geld- als auch Fiskal-) Politik zu rechnen.

Schwellenländer Asien

Zweistelliges Gewinnwachstum in Sicht
Asiatische Aktien standen im Jahr 2021 aufgrund der Abschwächung des Wachstums in China, strengeren Vorschriften für Technologieaktien und des Schicksals des Immobilienentwicklers Evergrande massiv unter Druck. Wir erwarten jedoch, dass sich das Wachstum in China im Jahr 2022 stabilisieren und die Wirtschaft um 6.1% wachsen wird, denn die Geld- und Fiskalpolitik dürfte weniger restriktiv werden und so die Wachstumsdynamik stützen. Gleichzeitig scheinen die schlimmsten Auswirkungen der harten Regulierung gegen den Technologiesektor überstanden zu sein, was ein wesentliches Risiko für den Markt beseitigt. Die Aussicht auf eine Erholung in China und das nach wie vor gesunde Wachstum in den Industrieländern sind gute Vorzeichen für die Gewinne in der Region, die im Jahr 2022 zweistellig wachsen dürften. Mit der Eindämmung von COVID-19 dürften auch Südostasiens Volkswirtschaften eine spürbare Konjunktur- und Gewinnerholung erleben. Der Halbleitermangel dürfte der Wachstumsdynamik für den Sektor Technologie-Hardware weiterhin zugutekommen. Wegen der voraussichtlichen Verbesserung der Fundamentaldaten erwarten wir 2022 attraktive Erträge bei asiatischen Aktien.

Lateinamerika

Bereit, die Probleme hinter sich zu lassen
Nach der schwachen Performance im Jahr 2021 dürften Aktien aus Lateinamerika nach unserer Erwartung im Jahr 2022 attraktive absolute Renditen erbringen und durch die grössere politische Unruhe volatiler sein. Lateinamerikanische Aktien dürften vom starken globalen Wirtschaftswachstum und der auf zyklische Sektoren wie Finanzwesen und Material ausgerichteten Zusammensetzung des Index profitieren, machen diese Sektoren zusammengenommen doch mehr als 45% des MSCI EM Latin America aus. Die Zentralbanken der Region ziehen die Zinsschraube an, und Finanzwerte sind die Hauptnutzniesser steigender Zinsen und Renditen, während höhere Rohstoffpreise ein gutes Vorzeichen für die Wachstumsaussichten der Region sind.

Die hohe Dividendenrendite von rund 5% wird den Gesamterträgen lateinamerikanischer Aktien ebenfalls zugutekommen.

In sieben lateinamerikanischen Ländern, unter anderem in Brasilien, stehen jedoch Wahlen an. Wir rechnen damit, dass die Entwicklungen auf politischer und regulatorischer Ebene Hauptrisiken für die Region bleiben dürften.

Osteuropa, Naher Osten und Afrika

Finanz- und Energietitel
dürften Aktienerträge unterstützen
Nach der steilen Kursentwicklung im Jahr 2021, die von der soliden Gewinnerholung durch die Wiedereröffnung der Wirtschaft in aller Welt angetrieben wurde, erwarten wir, dass Aktien aus der Region Osteuropa, Naher Osten und Afrika (EEMEA) im Jahr 2022 weiterhin attraktive Erträge erbringen werden, wenngleich etwas moderater als zuletzt.

Wir gehen davon aus, dass sich das Gewinnwachstum in der Region EEMEA 2022 normalisieren wird, weil sich die günstigen Basiseffekte abschwächen. Dennoch rechnen wir nach wie vor mit einem hohen einstelligen Gewinnwachstum parallel zum Benchmark für Schwellenländer (MSCI Emerging Markets Index). Finanzwerte, der grösste Sektor (rund 40% Gewichtung im MSCI EEMEA), dürften die Hauptnutznieser steigender Zinsen und Renditen sein.

Hohe Energiepreise dürften ein weiterer positiver Faktor für die Volkswirtschaften in der Region sein, insbesondere für die Länder im Nahen Osten sowie Russland, weil sich deren Haushaltslage und Finanzen dadurch bessern. Deshalb erwarten wir, dass Aktien aus der Region EEMEA im Jahr 2022 weiterhin attraktiv sein und ähnliche absolute Erträge erzielen werden wie Aktien der Schwellenländer.

Tapering – Verlangsamung oder Ende der Aktienhausse?

Der Begriff «Tapering» bezeichnet die Verringerung von Wertschriftenkäufen durch eine Zentralbank. Zu einer Drosselung kommt es, wenn die Zentralbank damit beginnt, ihre Konjunkturimpulse zurückzunehmen. Es handelt sich nicht um einen Bilanzabbau, denn die Zentralbanken werden der Wirtschaft auch weiterhin Impulse geben, das Tempo jedoch verringern. Wenn sich die Märkte an diese Unterstützung gewöhnen, kann die Ankündigung einer baldigen Drosselung einen Abschwung an den Märkten auslösen, was als «Taper Tantrum» oder auch «Drosselungspanik» bezeichnet wird. Die Fed hat bei ihrer Sitzung im November 2021 die Drosselung ihrer Wertschriftenkäufe angekündigt. Durch die US-Wertschriftenkäufe ist das Volumen der Bilanz auf 37.5% des Bruttoinlandprodukts (BIP) angewachsen, verglichen mit 19.2% des BIP im Februar 2020. Dagegen ist dieser Wert in der Eurozone von 39.2% auf 69.2% und in Japan von 104.7% auf 132.8% gestiegen. Diese Überschussliquidität half in Verbindung mit den niedrigen Zinsen zunächst, die Aktienmärkte nach den von COVID-19 ausgelösten Schocks zu beruhigen, und trieb später die kräftige Aktienrally an.

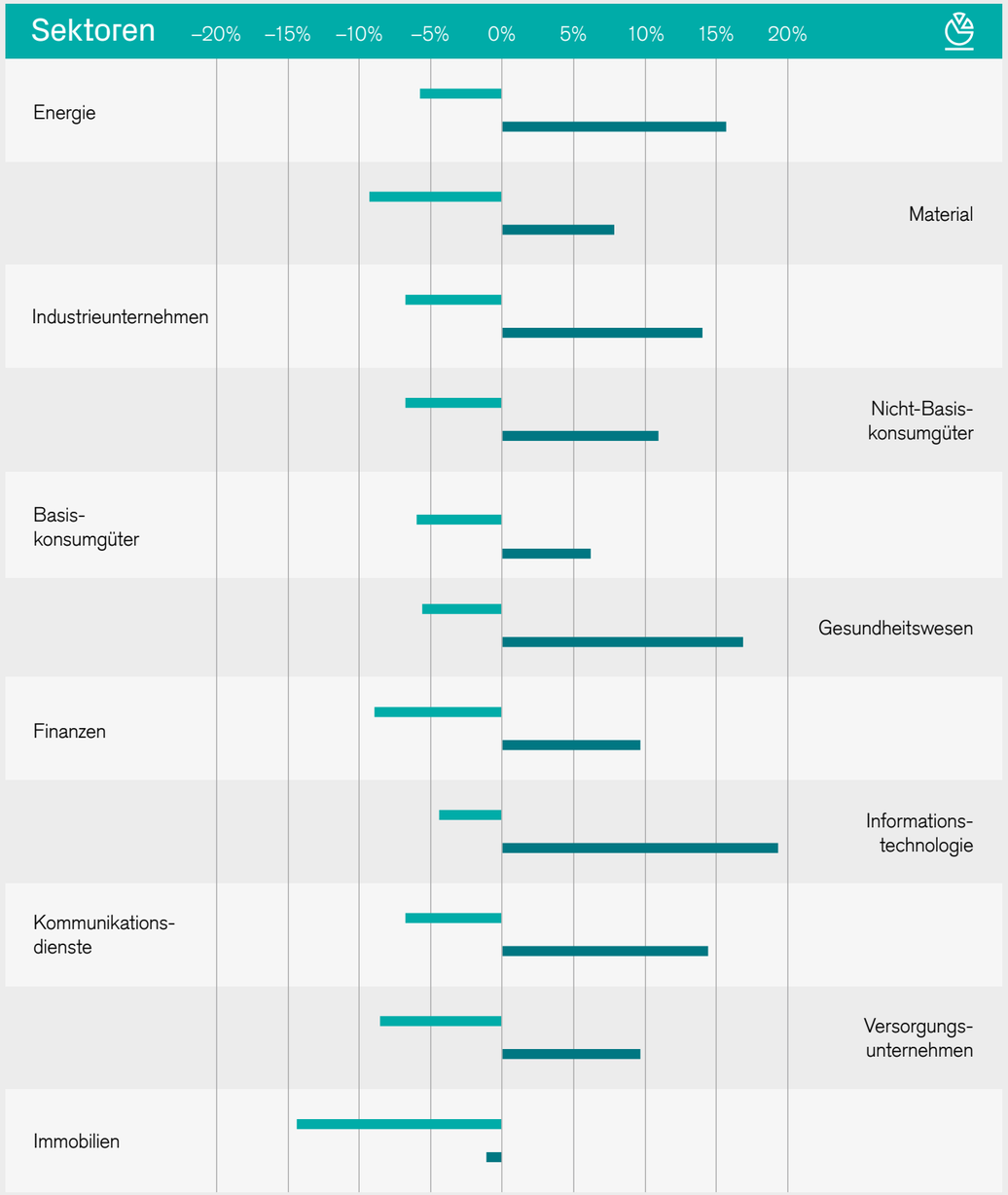
> “ Eine durch das Tapering ausgelöste Korrektur an den Aktienmärkten könnte eine Kaufgelegenheit für Anleger darstellen.

Das «Taper Tantrum» von 2013
Am 22. Mai 2013 kündigte der damalige Fed-Vorsitzende Ben Bernanke an, dass das Wertschriftenkaufprogramm der Fed gedrosselt werde. Dies löste umgehend einen steilen Anstieg der Anleihenrenditen und einen Rückgang der Aktienkurse aus. Bei diesem Schritt ging es lediglich um die Verringerung des Tempos der Wertschriftenkäufe – die Reduzierung der Bilanz begann erst im Jahr 2015. Nach dieser Ankündigung vom Mai 2013 verloren Aktien der Industrie- und Schwellenländer innerhalb eines Monats jeweils 7% und 10%. In den folgenden zwölf Monaten erholten sich globale Aktien und erzielten Renditen von 13%. Angetrieben wurde die positive Performance von den USA und der Eurozone. Auch bei der Straffung ihrer Geldpolitik im Jahr 2018 begann die Fed, ihre Bilanz zu reduzieren, die damals ein Volumen von USD 4.5 Bio. hatte. In den darauffolgenden 20 Monaten verringerte die Fed ihre Bilanzsumme insgesamt um rund USD 700 Mrd. und durchschnittlich etwa USD 35 Mrd. pro Monat. Globale Aktien sanken in den folgenden zwölf Monaten (ab Ende Januar 2018) um mehr als 4%. Die Schlusslichter waren vor allem die Eurozone, Japan und die Schwellenländer.

Was könnte diesmal anders sein?
Die Fundamentaldaten sind unseres Erachtens diesmal besser und dürften den Drosselungsschock daher besser absorbieren können. Die Realzinsen sind heute mit –0.86% noch niedriger als im Jahr 2013 (–0.25%). Die niedrigeren Zinsen haben die Bewertungskennzahlen steigen lassen: Das 12M-forward-KGV ist heute viel höher als 2013, und auch das Forward-Gewinnwachstum ist höher. Die Lage am Arbeitsmarkt ist ebenfalls besser. Aktuell liegt die Arbeitslosenquote in den USA bei 4.6% gegenüber 7.5% im Jahr 2013. Zudem haben die globalen Aktienmärkte in den vier letzten Zinserhöhungszyklen der Fed korrigiert, sich dann aber innerhalb von einem Jahr mit einer leicht positiven Rendite wieder erholt. Unseres Erachtens könnte eine durch das Tapering ausgelöste Korrektur an den Aktienmärkten eine Kaufgelegenheit für Anleger darstellen.

Was ein Tapering 2022 für Anleger bedeuten könnte

Entwicklung der Sektoren nach der Tapering-Ankündigung 2013



1 Monat
12 Monate

Tapering 2013 bezieht sich auf den 22.05.2013, das Datum der Fed-Ankündigung

Letzter Datenpunkt 27.09.2021
Quelle Bloomberg, Refinitiv, Credit Suisse

Zinsvorteil unterstützt den USD

2022 dürften diejenigen Währungen hoch im Kurs stehen, die von der allmählichen Normalisierung der Geldpolitik der Zentralbanken profitieren. Weitere mögliche Profiteure dieser Übergangsphase sind zyklischere Währungen, wie etwa Rohstoffwährungen.

USD könnte gegenüber dem CHF und dem JPY aufwerten
Massgeblich für die Entwicklung des USD wird sein, wie die US-Notenbank (Fed) ihren Normalisierungskurs im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften gestaltet und wie die wirtschaftliche Erholung global und regional voranschreitet. Währungen aus Ländern mit tiefen Zinsen und gedämpfter Inflation droht 2022 Gegenwind. Somit sind der JPY und der CHF möglicherweise anfällig für Kursverluste. Was den CHF betrifft, so wird die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre aktive Währungspolitik vermutlich beibehalten und am Devisenmarkt eingreifen, um den CHF bei Bedarf zu schwächen. Dies dürfte die Währung nach oben begrenzen und eine nachhaltige Aufwertung verhindern, die in einem ohnehin von anhaltend niedriger Inflation im Inland geprägten Umfeld für zusätzlichen disinflationären Druck sorgen würde.

EUR dürfte 2022 zunächst schwach sein
Da die Fed bei der Reduzierung der Wertschriftenkäufe (Tapering) eine Vorreiterrolle einnimmt, könnte der EUR im Vergleich zum USD eher schwach ins Jahr 2022 starten. Die Europäische Zentralbank (EZB) schlägt zwar bezüglich der Normalisierung ihrer Geldpolitik eine vorsichtige, abwartende Tonart an. Die Inflation dürfte sich jedoch im kommenden Jahr weiter beschleunigen. Darauf werden die Devisenmärkte unter Umständen anfällig reagieren und eine frühere geldpolitische Normalisierung einpreisen. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten sind in der Eurozone solider als in den USA, insbesondere bei Aussenbilanzen und Haushaltsdefizit. Darüber hinaus könnte die Aussicht auf eine fiskalische Integration in Europa, unterstützt durch die neue Regierungskoalition in Deutschland, dem EUR mittelfristig zusätzlichen Auftrieb verleihen. Im weiteren Jahresverlauf wird sich der EUR dann möglicherweise stabilisieren und erholen. Ob dies tatsächlich der Fall sein wird, hängt allerdings davon ab, wie lange der Inflationsschub in der Eurozone andauert und ob die EZB in der Lage ist, ihre Geldpolitik früher zu normalisieren, als dies die Märkte derzeit erwarten.

Unterstützung für CAD, NOK und NZD
Da mehrere Notenbanken 2022 eine Normalisierung ihrer Geldpolitik einleiten werden, gewinnen Umschichtungen zwischen Währungspositionen im Jahresverlauf vermutlich an Bedeutung. Zum Beispiel, indem man Long-Positionen bei Währungen eingeht (d.h. sich für eine Aufwertung positioniert), wenn der Zentralbankausblick dank verbesserter Konjunkturperspektiven positiver ausfällt. Zyklischere Währungen mit höherem Beta, insbesondere solche mit Rohstoffbezug, dürften sich dann gut entwickeln, wenn die Fundamentaldaten, wie von uns erwartet, auf Kurs bleiben und die lokalen Zentralbanken Anfang 2022 weiter für Unterstützung sorgen. Rohstoffwährungen sind bislang hinter den Rohstoffpreisen und der Verbesserung der entsprechenden Terms of Trade (dem Verhältnis von Export- zu Importpreisen) zurückgeblieben. 2022 dürften die Konjunktur und die Normalisierung der Geldpolitik jedoch eher Hand in Hand gehen, sodass wieder eine Korrelation zwischen einer Verbesserung der Terms of Trade und der Währungsentwicklung entsteht, was insbesondere den CAD, die NOK und den NZD unterstützen würde. Dagegen ist der AUD aufgrund der Konjunkturflaute in China die am stärksten gefährdete Währung mit höherem Beta. Alles in allem sind wir der Ansicht, dass die Bewertungen, der Einfluss der Wechselkurse auf die Inflation und die finanziellen Bedingungen das Ausmass etwaiger Währungsrallys im Jahr 2022 begrenzen dürften.

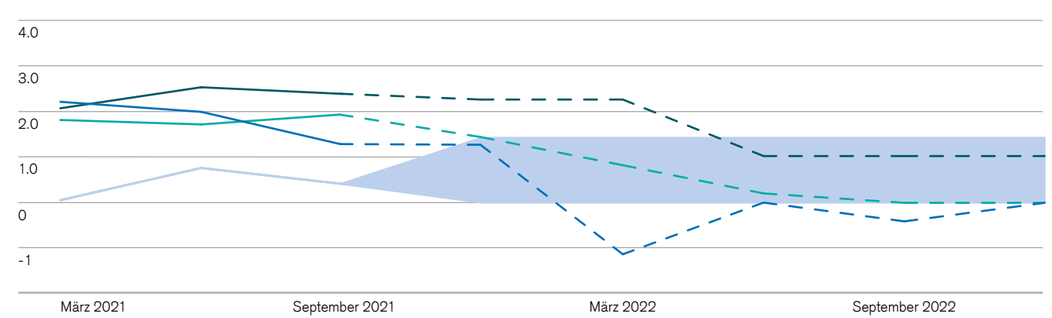
TRY und BRL schwach, RUB stark
Die Aussichten für Schwellenländerwährungen sind 2022 weniger günstig als im Vorjahr. Die Sorgen über eine COVID-19-bedingte Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern haben sich zwar abgeschwächt, da weitere Lockdowns dank der Impfprogramme unwahrscheinlich erscheinen. Chinas Wachstumsausblick bleibt aber einer der Hauptsorgenpunkte des kommenden Jahres.

Die Zentralbanken der Schwellenländer haben sich 2021 proaktiv gegen die steigende Inflation gestellt, und insgesamt verschaffte die Geldpolitik den Schwellenländerwährungen einen Puffer. Unserer Einschätzung nach wird sich der Zinserhöhungszyklus jedoch 2022 verlangsamen und in Ländern, die ihre Geldpolitik frühzeitig gestrafft haben (z.B. Mexiko), zu Ende gehen. Der Carry der Schwellenländerwährungen hat sich zwar erhöht, liegt aber seit 2010 in der Nähe seines historischen Durchschnitts. Darüber hinaus dürften die Realzinsen in den Schwellenländern nur schwerlich positives Terrain erreichen, da die Inflation weiter ansteigt. In Lateinamerika und Osteuropa, dem Nahen Osten und Afrika (EEMEA) hält der Inflationsdruck an. Auch dürfte die Unterstützung durch eine entgegenkommende Fed im nächsten Jahr nachlassen, da eine Normalisierung der US-Leitzinsen näher rückt. Der relative Carry-Vorteil wird sich daher wahrscheinlich nicht mehr wesentlich vergrössern. Angesichts der sich ändernden Haltung der Fed wird eine Differenzierung zwischen den Währungen weiterhin wichtig sein. Zwar befinden sich die Schwellenländer heute allgemein in einer besseren Lage als 2013 zur Zeit des sogenannten «Taper Tantrum», doch gibt es weiterhin einige Schwachstellen.

Im Kampf gegen die COVID-19-Krise haben die meisten Schwellenländer ihre Fiskalpolitik gelockert, was insgesamt höhere Haushaltsdefizite und Staatsverschuldungen bedeutet. Dabei stechen Brasilien und die Türkei besonders negativ hervor. Währungen mit soliden Fundamentaldaten und hohem Carry dürften hingegen weiter profitieren. Diesbezüglich rechnen wir vor allem beim RUB mit Stärke.

Stabiler oder schwächerer CNY
Ein weitgehend konstanter oder schwächerer USD wäre erforderlich, damit die asiatischen Währungen im Grossen und Ganzen stabil bleiben oder sogar gegenüber der US-Währung aufwerten. Ansonsten wird Chinas Wachstumsausblick ein wichtiges regionales Thema sein. Vieles hängt davon ab, inwiefern die Regierung den jüngsten Stress im Immobiliensektor bewältigen kann und wie lange die regulatorische Unsicherheit andauern wird. Wir rechnen 2022 mit einer allmählichen Stabilisierung der regulatorischen Situation, was im zweiten Halbjahr zu einer Verbesserung der Portfolioströme führen könnte. Insgesamt rechnen wir damit, dass die genannten Unsicherheitsfaktoren das Wirtschaftswachstum in China belasten, weshalb die People's Bank of China (PBoC) im ersten Halbjahr vorsorglich einen stabileren oder sogar schwächeren CNY tolerieren könnte.

Die Normalisierungspfade der Zentralbanken werden die Währungen 2022 beeinflussen
Wertschriftenkäufe in % des annualisierten BIP



Europäische Zentralbank
US-Notenbank
Bank of England
Schweizerische Nationalbank*

* Annahme für die SNB: Fremdwährungskäufe in der Höhe zwischen 0 und dem Durchschnitt der geschätzten Käufe für den Zeitraum von Februar 2015 bis Mai 2016.

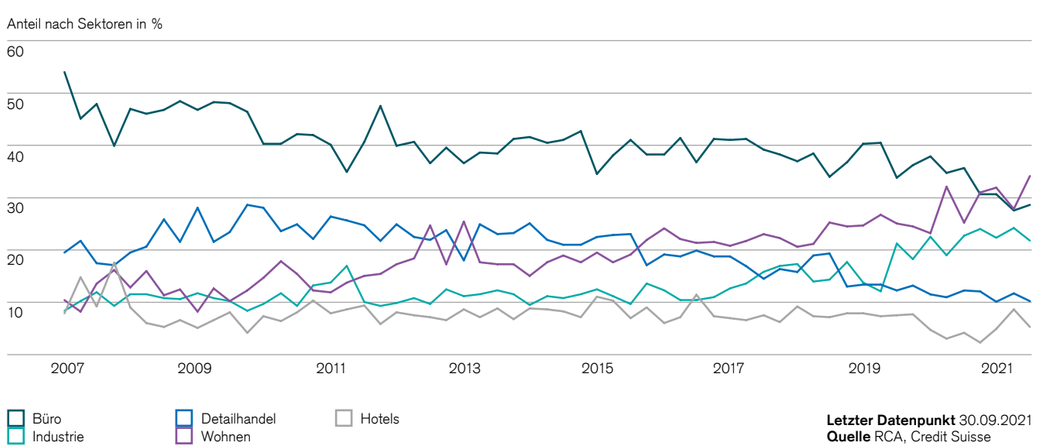
Letzter Datenpunkt 3. Quartal 2021
Quelle Credit Suisse, Refinitiv Datastream

Strukturelle Trends bei Immobilien ausnutzen

Immobilienanlagen werden 2022 vermutlich von den historisch tiefen Zinsen und dem anhaltenden Aufschwung profitieren. Allerdings haben strukturelle Veränderungen infolge der Pandemie weiter Bestand, weshalb wir nach wie vor Sektoren bevorzugen, die von langfristigen Wachstumstreibern gestützt werden, darunter Logistikimmobilien.

Da das Zinsniveau nur geringfügig steigen und der konjunkturelle Aufschwung anhalten dürfte, bleiben die Rahmenbedingungen für Immobilienanlagen günstig. Die Pandemie beschleunigt jedoch bereits länger bestehende strukturelle Trends, und auch 2022 werden sich die Immobilienmärkte unseres Erachtens weiter anpassen müssen, um dem veränderten Konsumentenverhalten und den Bedürfnissen der Mieter Rechnung zu tragen. Das beschleunigte Wachstum in den Bereichen Onlinehandel, Digitalisierung und Heimarbeit wird Sektoren wie Logistik, Rechenzentren und Funkmasten wohl auch in Zukunft begünstigen, die Perspektiven für Büro- und Detailhandelsimmobilien hingegen weiter trüben. Börsennotierte Immobiliengesellschaften sind im Hinblick auf die anhaltenden Marktveränderungen gut positioniert: Mehr als die Hälfte der Unternehmen ist von den genannten Faktoren betroffen und weist ein starkes Wachstum auf (z.B. Logistik), oder es handelt sich um Sektoren, die grundlegende Bedürfnisse abdecken und daher weniger konjunktursensibel reagieren (z.B. Wohnimmobilien und Mietlager). Insgesamt gehen wir davon aus, dass börsennotierte Immobilienwerte 2022 positive Erträge im mittleren einstelligen Prozentbereich erzielen werden.

Steigende Nachfrage nach Wohn- und Industrieimmobilien
Globale Transaktionen mit Gewerbeimmobilien, Anteil nach Sektoren, in % des Gesamtumfangs

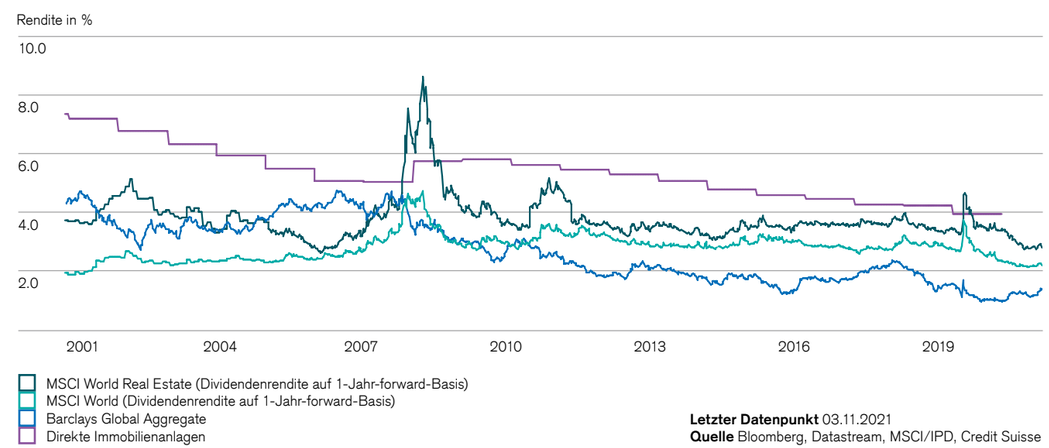


Letzter Datenpunkt 30.09.2021
Quelle RCA, Credit Suisse

Börsennotierte Immobilienanlagen: Günstiger Ausblick für die USA und Grossbritannien
Bei börsennotierten Immobilienwerten sind die Aussichten für den US-Markt günstig, denn Sektoren, die durch ein starkes strukturelles Wachstum gestützt werden, sind dort stärker vertreten. Der britische Markt dürfte vom grossen Anteil des Logistiksegments profitieren, dem grössten innerhalb des Immobilienbenchmarks. Britischen Immobiliengesellschaften dürfte zudem die deutliche Erholung am Londoner Büromarkt zugutekommen, unterstützt durch ein nur moderates Angebot und eine verbesserte Anlegerstimmung, nachdem sich die Brexit-Unsicherheit verflüchtigt hat. Der deutsche Wohnungsmarkt (auf den ca. 70% der börsennotierten Immobilienwerte in der Eurozone entfallen) bleibt zwar strukturell unterversorgt. Eine mögliche strengere Regulierung könnte aber für Gegenwind sorgen. Obwohl Schweizer Immobilienfonds hoch bewertet sind, sorgen das anhaltende Niedrigzinsumfeld und die zunehmende Dynamik am Schweizer Mietwohnungsmarkt für Unterstützung.

Direkte Immobilienanlagen: Logistik bleibt Favorit
Die Anleger haben ihre Präferenzen an die Welt nach der Pandemie angepasst: Wohnungen stehen nun höher in der Gunst als Büros, und das Investitionsvolumen für Industrieobjekte erreicht neue Höchststände. Wir gehen davon aus, dass der Wert von Immobilien im Detailhandelssektor aufgrund der zunehmenden Beliebtheit des Onlinehandels weiter sinken wird. Der erwartete Wirtschaftsaufschwung wirkt sich zwar generell positiv auf den Bürosektor aus. Die anhaltende anhaltende Debatte über Homeoffice wird aber vermutlich einen Rückgang der Nachfrage nach Büroflächen nach sich ziehen. Diese Abschwächung dürfte jedoch vor allem Objekte geringerer Qualität betreffen, weshalb wir hochwertige und zentral gelegene Anlagen bevorzugen. Zu erwähnen sind auch ESG-Aspekte (Umwelt, Soziales und Governance), die für Mieter immer wichtiger werden und bei neueren Immobilienanlagen leichter umsetzbar sind. Weiterhin günstig sind die Aussichten für Logistikimmobilien, da der Onlinehandel die Nachfrage nach Lagerhäusern und Verteilzentren weiter antreibt, wie auch für Wohnimmobilien, insbesondere in Regionen mit geringem Angebot und niedrigen Beständen.

Immobilien bieten weiterhin eine relativ hohe Rendite



Letzter Datenpunkt 03.11.2021
Quelle Bloomberg, Datastream, MSCI/IPD, Credit Suisse

Hedge-Fonds als alternative Rendite- oder Ertragsquelle

Da der Rückenwind für zyklische Strategien nachlässt, bevorzugen wir Hedge-Fonds-Strategien mit niedrigerem Markt-Beta und renditestarke alternative Anlagen. Für das kommende Jahr erwarten wir bescheidene Erträge nahe am langfristigen Durchschnitt. Entscheidend sind die Due Diligence und die Auswahl der Manager.

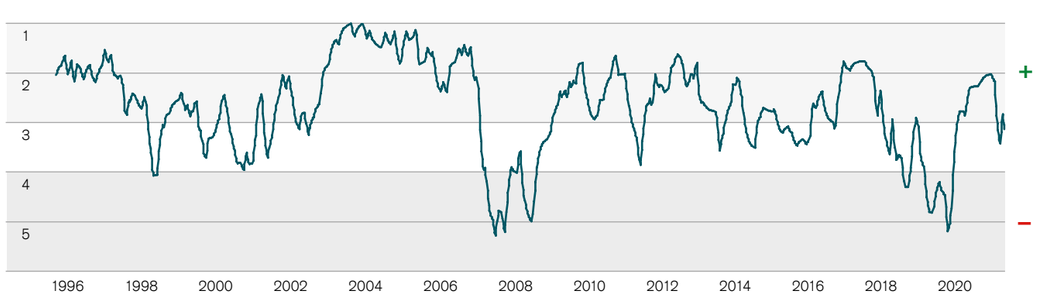
Positiv in Bezug auf Strategien mit niedrigerem Markt-Beta
Ein günstiges Konjunkturumfeld, ein beispielloses Mass an Liquidität und eine breite regionale Preisstreuung unterstützten die Performance von Hedge-Fonds (zwölf Monate bis zum 3. Quartal 2021), wobei zyklische Strategien am meisten profitierten. Die Performance im hohen einstelligen Prozentbereich gehörte zu den besten seit der globalen Finanzkrise. Die systemischen Risiken bleiben zwar moderat, doch laut unserem Barometer für das Handelsumfeld lässt der Rückenwind für zyklische Strategien nach.

Wir erwarten die Hedge-Fonds-Erträge daher im mittleren einstelligen Prozentbereich. Darüber hinaus bevorzugen wir Strategien, die weniger empfindlich auf das Aktienbeta und Unternehmensanleihen reagieren, darunter Opportunistic Long/Short Equity, Diversified Macro und Corporate Arbitrage. Die Manager solcher Strategien dürften von der höheren Volatilität und den anlageübergreifenden Marktbewegungen profitieren, die sich aus einem potenziellen Anstieg der langfristigen Renditen und dem erwarteten Zurückfahren der Wertschriftenkäufe (Tapering) durch die US-Notenbank ergeben.

Renditestarke Alternativen
2022 erwarten wir zudem ein günstiges Marktumfeld für Strategien, die Erträge mittels alternativer Anlagen anstreben, darunter private Infrastruktur, Immobilien und Konsumkredite. Wir sind der Ansicht, dass eine Erhöhung der Staatsausgaben in den meisten Industrieländern mit besonderem Augenmerk auf die Verringerung des CO_2-Fussabdrucks stabile Marktbedingungen für entsprechende Infrastrukturanlagen mit sich bringt. Darüber hinaus dürften die soliden Bilanzen der privaten Haushalte, die durch eine überdurchschnittliche Sparquote sowie eine Verbesserung der Beschäftigungslage und der Löhne gestützt werden, ein stabiles Umfeld für Bereiche wie private Immobilien und Konsumkredite schaffen. Strategien für private alternative Anlagen bieten demnach Ertragschancen, insbesondere angesichts der nach wie vor historisch niedrigen Renditen an den öffentlichen Märkten. Anleger müssen jedoch die Risiken der Emittenten- und Sektorkonzentration an den privaten Märkten im Auge behalten, die durch Anlagen in gut diversifizierte Fondslösungen abgeschwächt werden können.

Entscheidend sind die Due Diligence und die Auswahl der Manager
Wenn unser Barometer für das Handelsumfeld in der Vergangenheit auf Neutral stand, schnitten Hedge-Fonds auf risikobereinigter Basis tendenziell besser ab als Aktien. Aktive Manager nutzten in der Regel Chancen durch Fehlbewertungen aufgrund von Volatilitätsschüben, die typischerweise mit dem neutralen Regime einhergehen. Hedge-Fonds ist es auch gelungen, ihre Volatilität auf mittlere einstellige Prozentwerte zu begrenzen, was dazu beiträgt, die Gesamtvolatilität des Portfolios in einem Multi-Asset-Kontext zu reduzieren. Das Anlageumfeld dürfte sich in Zukunft schwieriger gestalten als 2021; wir erwarten grössere Performanceunterschiede zwischen den besten und den schlechtesten Managern. Wir betonen daher weiterhin, wie wichtig es ist, gemeinsam mit erfahrenen Managern anzulegen, die eine gründliche Due-Diligence-Prüfung und Fondsauswahl durchführen.

Unser Barometer für das Handelsumfeld (Credit Suisse Trading Conditions Barometer) ist nun neutral
Scorecard auf der Basis von Einkaufsmanagerindizes, Liquiditätsbedingungen, Volatilität und systemischen Risiken



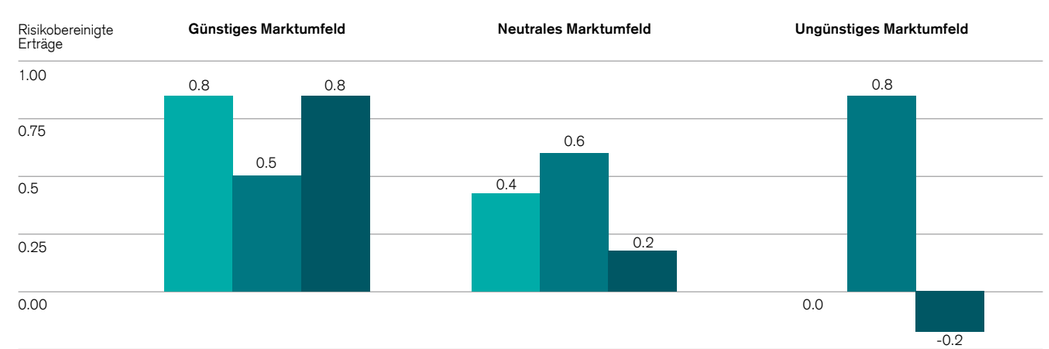
Credit Suisse Trading Conditions Barometer*

* Zuvor Credit Suisse Hedge Fund Barometer

+ Hedge-Fonds erzielen in der Regel eine Outperformance gegenüber als sichere Häfen geltenden Anlagen
+ Günstige Bedingungen für zyklische Strategien
– Hedge-Fonds übertreffen in der Regel Risikoanlagen
– Günstige Bedingungen für defensive Strategien

Letzter Datenpunkt 05.11.2021
Quelle Bloomberg, Datastream, Credit Suisse/IDC

Risikobereinigte Erträge* von Hedge-Fonds gegenüber Aktien und Anleihen
Verhältnis (Erträge/Volatilität)



Hedge-Fonds: Credit Suisse Hedge Fund Index; globale Aktien: MSCI AC World Index, globale Anleihen: Bloomberg Barclays Global Aggregate Index (unhedged)

Hedge-Fonds
Globale Anleihen
Globale Aktien

* Medianerträge nächste 6 Monate zwischen 1997 – 2021 geteilt durch Volatilität; Marktumfeld gemäss Barometer für das Handelsumfeld

Letzter Datenpunkt 31.10.2021
Quelle Credit Suisse, Bloomberg

Anlagechancen für Wagniskapital im Finanz-, Gesundheits- und Bildungssektor

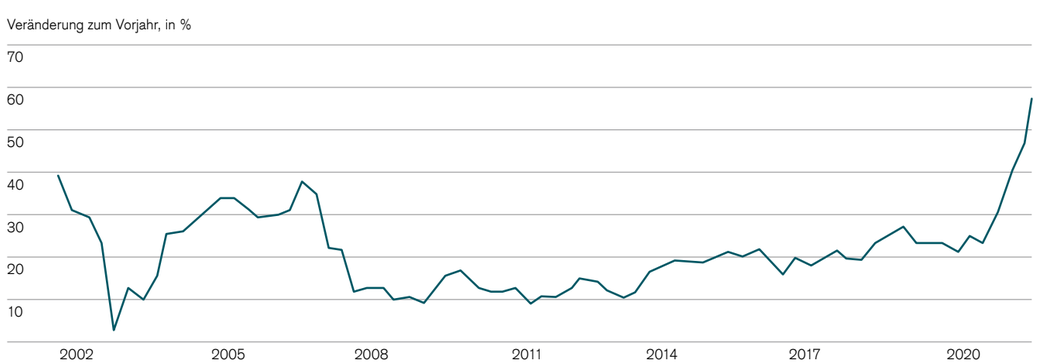
Für die privaten Märkte ist die Konjunkturlage weiterhin günstig, wobei das Anlageumfeld zum Jahreswechsel von mehr Wettbewerbsintensität geprägt sein dürfte. Infolgedessen ist zwar mit Erträgen unterhalb des langfristigen Durchschnitts zu rechnen, aber dank langfristigem Wachstum und Marktverwerfungen bieten sich nach wie vor Chancen. Eine gründliche Due Diligence und ein fundierter Anlageansatz sind entscheidende Erfolgsfaktoren.

Ein schwierigeres Umfeld
Die positive Konjunkturlage und die moderaten Zinserhöhungen sind für diese Anlageklasse günstig. Allerdings wird das Anlageumfeld bei steigenden Bewertungen und historisch hohen Liquiditätsreserven zunehmend zur Herausforderung. Dies dürfte sich vorerst auch nicht ändern. Hinzu kommt, dass sich die Konsolidierung in der Branche durch die Pandemie beschleunigt. Grosse Fonds werden noch grösser, und für kleinere, weniger etablierte Manager wird das Anlageumfeld zur Herausforderung. Es ist also weiterhin mit grossen Unterschieden zwischen den Fonds des obersten und des untersten Quartils zu rechnen. In einem solchen Umfeld gehen wir davon aus, dass die privaten Märkte zwar hohe Erträge liefern, aber dennoch hinter dem langfristigen Durchschnitt zurückbleiben. Unsere Prognosen beziehen sich auf die durchschnittliche Performance eines Fonds, aber die im historischen Vergleich grössere Differenz von etwa 20% pro Jahr zwischen den stärksten und schwächsten Fonds unterstreicht die Bedeutung von Fondsauswahl und Due Diligence.

Chancen für Strategien mit begrenztem Fremdkapital
Unter dem Risiko des Inflationsdrucks und steigender langfristiger Benchmark-Zinsen verweisen wir auf Strategien, die auf hohes Wachstum, aber begrenztes Fremdkapital setzen, wie Wagniskapital (Venturecapital) und Wachstumskapital. Die schnellere Akzeptanz neuer Technologien infolge der COVID-19-Pandemie sorgte für eine beispiellose Vielfalt von Anlagechancen in den verschiedensten Branchen, etwa im Finanz-, Gesundheits- und Bildungssektor. Venturecapital-Fonds sind dank dem hohen Innovationstempo, schnellen Entscheidungen und verfügbarem Kapital gut positioniert, um solche langfristigen Trends zu nutzen. Erwähnenswert ist zudem der Bereich Lifesciences, der ebenfalls von langfristigen Wachstumstreibern getragen wird, darunter die alternde Gesellschaft und die bessere Erschwinglichkeit in den Entwicklungsländern. Schliesslich können Secondary Manager im Jahr 2022 mögliche Volatilitätsschübe dazu nutzen, die sich aus den Marktverwerfungen ergebenden Chancen wahrzunehmen.

Anlageansatz als Schlüsselfaktor
Private Märkte sind unberechenbar, aber erfahrene Manager sind in der Lage, durch kontinuierliche Allokation über den gesamten Zyklus hinweg systematisch ein robustes Portfolio aufzubauen. So lassen sich die Haupterträge des Portfolios verbessern, indem Wachstumsstrategien (Venturecapital und Wachstumskapital) eingesetzt werden, um an einem Konjunkturaufschwung zu partizipieren, und Marktstörungsstrategien (Secondaries und Distressed), um das Abwärtsrisiko zu begrenzen. Denn die Chancen solcher Fonds ergeben sich aus finanziellen Notlagen (auf breiter Basis oder lokal fokussiert). Insgesamt ist eine breite Diversifizierung erforderlich, um stabile Cashflows und eine gegenüber börsennotierten Aktien kontinuierlich höhere Rendite zu erzielen. Neben individuellen Zielen und Kundenanforderungen sollten Diversifizierung, Managerauswahl und Due Diligence im Anlageprozess an erster Stelle stehen.

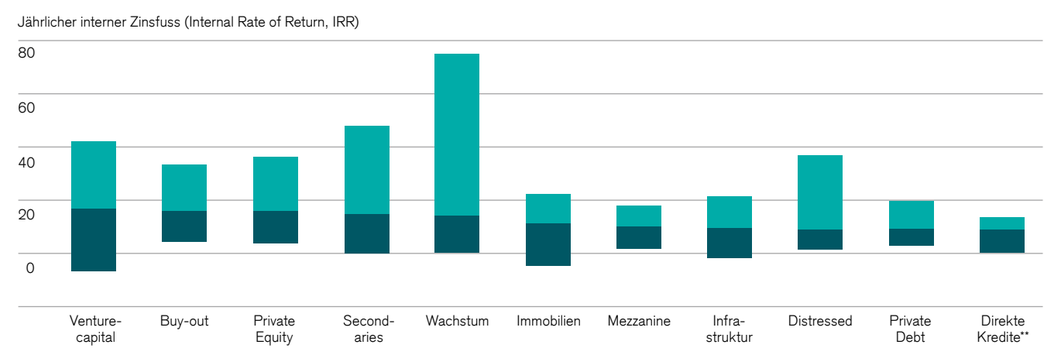
Die Outperformance von Fonds des obersten Quartils wird grösser
Performanceunterschied zwischen Fonds des obersten und des untersten Quartils



Unterschied zwischen Fonds des obersten und des untersten Quartils

Letzter Datenpunkt 31.03.2021
Quelle Preqin, Credit Suisse

Private Märkte bieten sehr unterschiedliche Ertragsprofile und damit eine gute Basis für ein breit diversifiziertes Engagement
Ertragsunterschiede* an den privaten Märkten, gemessen an Medianerträgen



Spanne oberstes Quartil
Spanne unterstes Quartil

* Jährliche IRR der ertragsstarken Jahre 2004 – 2018, netto
** Verwendete Daten: 2008 – 2018

Letzter Datenpunkt 31.12.2018
Quelle Preqin, Credit Suisse

Zyklische Rohstoffe bevorzugt

Zum Jahreswechsel wird das Nachfrageumfeld für Rohstoffe vermutlich günstig bleiben, da das überdurchschnittliche Wachstum der globalen Industrieproduktion und der Lageraufbau andauern dürften. Gleichwohl ist eine gewisse Abschwächung wahrscheinlich.

Die Rohstoffpreise haben sich 2021 sehr stark entwickelt. Der Druck auf die physischen Rohstoffmärkte hielt an, da die wieder anziehende Nachfrage das Angebot überstieg und die Lagerbestände sanken. Zum Jahreswechsel dürfte das Nachfrageumfeld dank wachsender Industrieproduktion und Lageraufbau günstig bleiben. Gleichwohl ist eine gewisse Abschwächung wahrscheinlich, wenn Dienstleistungen statt Waren die Wirtschaftstätigkeit anregen. Auch steigt das Angebot in verschiedenen Segmenten wieder. In diesem Umfeld dürften die Ertragsaussichten positiv bleiben, allerdings könnten die Beiträge der Spotmärkte geringer ausfallen.

Zyklische Rohstoffe stärker
Ein robustes Wachstum und die Aussicht auf eine allmählich weniger unterstützende Zentralbankpolitik sprechen eher für zyklische als für defensive Rohstoffe. Die Anfälligkeit von Gold könnte zunehmen, wenn die realen Zinsen ansteigen, was unsere Empfehlung für eine Absicherung gegen Verluste bekräftigt – idealerweise bei einem eventuellen Preisanstieg. Bei zyklischen Rohstoffen dürften die Dekarbonisierungsbestrebungen den Nachfrageausblick für Basismetalle mittelfristig verbessern, trotz möglicher taktischer Schwankungen und Phasen mit Überschussdynamik. Wir rechnen mit weiterer Unterstützung der Ölpreise aufgrund des Aufholpotenzials auf Nachfrageseite. Allerdings ist auf der Angebotsseite wieder mit mehr Wettbewerb zu rechnen, da zunehmend Nicht-OPEC-Öl auf die Märkte gelangt. Eine gewisse Abschwächung der Spotpreise ist daher im Jahr 2022 möglich, wobei die Entwicklung hauptsächlich von den Rollrenditen abhängt. Die Volatilität bei Gas und Strom könnte anhalten, zumindest bis zum Ende des Winters. An den CO_2-Märkten sehen wir nach den massiven Preisanstiegen der letzten Zeit Spielraum für eine Konsolidierung. Längerfristig dürfte der Weg jedoch weiter nach oben führen, wenn die Politik nicht nur umfassendere Klimaziele festlegt, sondern auch mit der Umsetzung vorankommt.

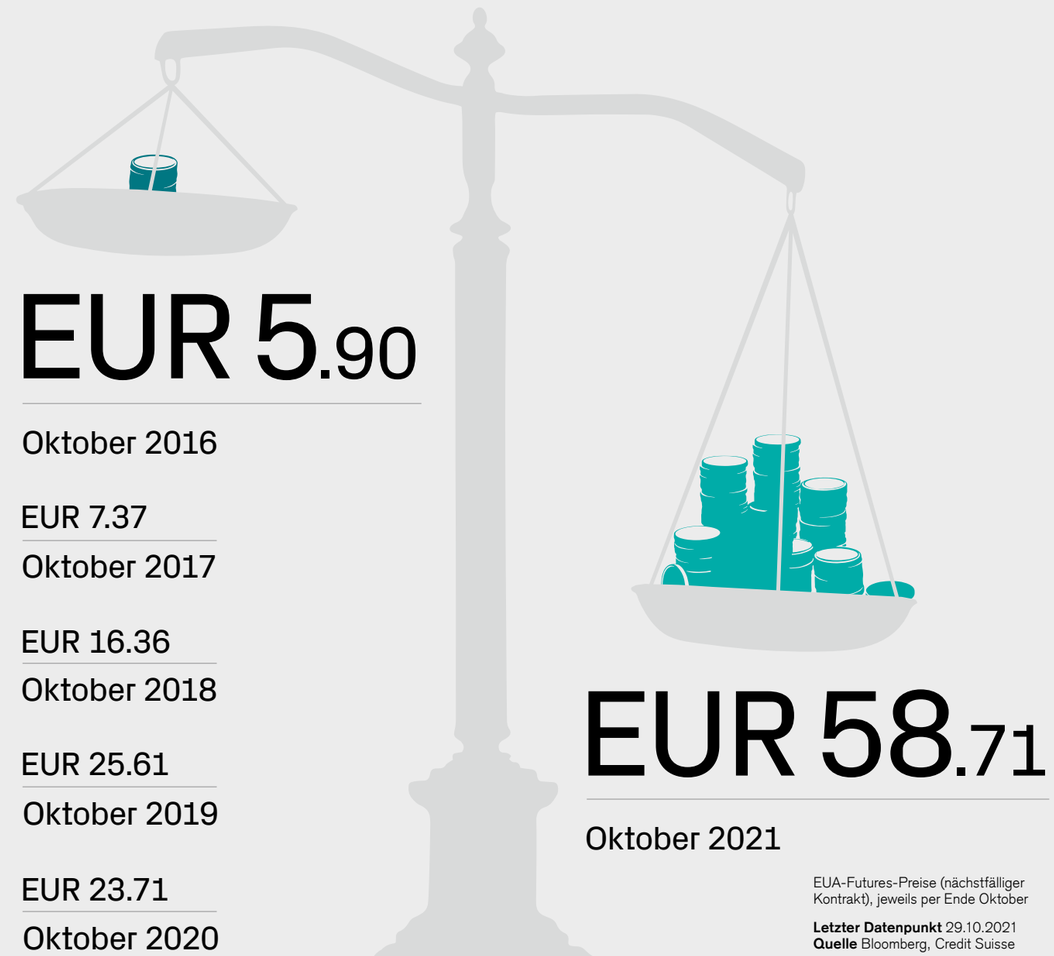
Weiterhin ein guter Inflationsschutz
Im Portfoliokontext ermöglichen strategische Rohstoffallokationen eine Diversifizierung und einen wirksamen Schutz gegen Inflationsüberraschungen. Wir halten jedoch ein aktiveres Kurvenmanagement für angebracht, da sich die Futures-Kurven in Backwardation möglicherweise zu einem gewissen Grad normalisieren werden. Auf Sektor- und Einzelmarktebene könnten Relative-Value-Erwägungen wieder relevanter werden, und wir halten Ausschau nach Gelegenheiten zur Steigerung der Renditen und/oder zum Verkauf von Volatilität.

Risikoszenarien
Aktuell stehen die erhöhten Extremrisiken an den Energiemärkten im Vordergrund, verursacht durch die Knappheit am Gasmarkt, die auch auf andere verwandte Segmente übergegriffen hat. Gegenwärtig sind die Angebotspuffer ungewöhnlich niedrig. Dies schürt die Angst vor einer unzureichenden Versorgung im Winter, was hohe Risikoaufschläge zur Folge hat. Letztendlich dürfte sich die Situation aber im Frühjahr wieder beruhigen. Die Energiewende ist eine grosse Herausforderung (und Chance), die zumindest in der Anfangsphase mit erhöhter Volatilität einhergehen könnte. Die Abkühlung der chinesischen Immobilienmärkte, die ein wichtiger Treiber der Rohstoffnachfrage sind, stellt ein längerfristiges Problem dar. Dieses Risiko könnte jedoch durch Infrastrukturinvestitionen und Nachfragewachstum im Zusammenhang mit den Dekarbonisierungsbestrebungen ausgeglichen werden.

CO_2-Preise und das Klima

An den CO_2-Märkten werden die Preise für CO_2-Emissionen festgelegt. Sie gelten als wichtige Instrumente zur Bekämpfung des Klimawandels. Verschiedene regionale Initiativen finden internationale Verbreitung, wobei das Emissionshandelssystem der Europäischen Union weltweit am grössten und liquidesten ist. Politische Entscheidungsträger verteilen und versteigern Emissionszertifikate an beteiligte Unternehmen, die frei handelbar sind und deren Menge im Laufe der Zeit reduziert wird. Die Preise werden durch die Politik (Angebotsseite) und die Industrieaktivität sowie durch die relativen Energiepreise (Nachfrageseite) bestimmt. Im Gleichgewicht entsprechen die Zertifikatspreise den Grenzkosten der Emittenten für die Vermeidung des Ausstosses einer zusätzlichen Tonne CO_2. Steigende Preise schaffen Anreize für Effizienzsteigerungen sowohl auf Erzeuger- als auch auf Konsumentenseite. Anleger spielen ebenfalls eine wichtige Rolle, indem sie Liquidität bereitstellen, den effektiven Risikotransfer zwischen den Marktakteuren fördern und zur Finanzierung von Forschungsaktivitäten beitragen. Das CO_2-Exposure gewinnt auch unter dem ESG-Blickwinkel (Umwelt, Soziales und Governance) an Bedeutung, da CO_2-Kompensationen in die Umweltbewertung einer Anlage einfliessen können.

Kosten pro Megatonne CO_2



EUA-Futures-Preise (nächstfälliger Kontrakt), jeweils per Ende Oktober

Letzter Datenpunkt 29.10.2021
Quelle Bloomberg, Credit Suisse

Supertrends nach der COVID-19-Krise

Aus gezielten Sektor- und Teilbrancheninvestments hat sich in den vergangenen Jahrzehnten die rasant wachsende Nische der Themenfonds entwickelt. Grund für das zunehmende Interesse an thematischen Anlagen ist vielleicht die disruptive Natur unserer Zeit: Rasante technologische Fortschritte, die Bevölkerungsentwicklung und die Herausforderungen des Klimawandels bringen alte Geschäftsmodelle ins Wanken und lassen neue entstehen. Mit einer traditionellen Diversifizierung nach Regionen und Sektoren kann man dieser Transformation kaum noch gerecht werden. Besser geeignet ist eine themenbasierte Diversifizierung. So können Anleger an langfristigen Trends partizipieren, die einen Wandel nach sich ziehen.

Mit unseren langfristigen Anlagethemen, den Supertrends, erfassen wir sechs grosse gesellschaftliche Entwicklungen, von denen wir glauben, dass sie Geschäfts- und Anlagechancen hervorbringen werden. Vier Jahre nach ihrer Erstauflage haben wir einige unserer Supertrends-Subthemen an die 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen (Sustainable Development Goals, SDGs) gekoppelt. Als Leitprinzip für die künftige wirtschaftliche Aktivität und Entwicklung, die Zusammenarbeit zwischen Regierungen sowie für internationale Beziehungen haben die SDGs unserer Ansicht nach durch die globale Coronavirus-Pandemie noch stärker an Bedeutung gewonnen.

Die in jüngster Zeit verstärkten Bemühungen, den Klimawandel weltweit durch gezielte Investitionen in nachhaltige Infrastruktur zu bekämpfen, sind ein gutes Beispiel dafür, wie sich Anlagechancen mit den SDGs verbinden lassen. Diese Ausrichtung ist jedoch eher als Richtschnur und weniger als formale Richtlinie zu sehen. Denn bislang gibt es keine allgemein anerkannte Definition einer SDG-ausgerichteten Anlage.

Mehr Wachstum durch weniger Emissionen
Politische Entscheidungsträger in aller Welt legen den Fokus verstärkt auf Nachhaltigkeit und ergreifen Massnahmen, um ambitionierte Zielwerte für Treibhausgasemissionen zu erreichen. Als neues magisches Ziel gilt dabei «netto null». Unsere Supertrends «Klimawandel» und «Infrastruktur» sind gut positioniert, um von dieser politischen Dynamik und den Investitionsplänen für die kommenden Jahrzehnte zu profitieren. Der Supertrend «Klimawandel» konzentriert sich auf die Dekarbonisierung der Wirtschaft – eine Entwicklung, die sich auf das Leben an Land und unter Wasser auswirkt und die öffentliche Gesundheit fördert. Neben kohlenstofffreier Stromerzeugung, nachhaltigem Verkehr und der Energiewende wird auch die Lebensmittelrevolution unseres Erachtens nicht nur für eine bessere Gesundheit sorgen, sondern auch die weltweiten CO_2-Emissionen deutlich reduzieren. Die Kernthemen des Supertrends «Infrastruktur» sind Energie und Wasser(-infrastruktur). Der Trend umfasst aber auch die für eine verstärkte Mobilität von Menschen und den Gütertransport erforderliche Infrastruktur für sichere und effiziente Transportmittel. Die Subthemen dieser beiden Trends finden sich auch in den UN-Nachhaltigkeitsthemen, so z.B. in «Industrie, Innovation und Infrastruktur», «menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum» sowie «nachhaltige/r Konsum und Produktion».

Die Suche nach dem (besseren) sozialen Gleichgewicht
Der Supertrend «Besorgte Gesellschaften» befasst sich mit der Verbesserung der Chancengleichheit und legt dabei den Schwerpunkt auf die Erschwinglichkeit grundlegender menschlicher Bedürfnisse wie Wohnraum, Bildung, Gesundheit und persönliche Sicherheit sowie eine menschenwürdige Beschäftigung in einem Arbeitsmarkt im Umbruch. Während der COVID-19-Pandemie betraf die Frustration der Bevölkerung vor allem innenpolitische Probleme. Die Jobsicherheit angesichts wirtschaftlicher Schwierigkeiten und Veränderungen, die steigenden Kosten für Bildung, die wachsenden Gesundheitsausgaben sowie die persönliche und öffentliche Sicherheit zählen für viele Menschen weltweit zu den wichtigsten Themen. Interessante Anlagechancen erkennen wir bei Unternehmen, die diese Herausforderungen angehen und Lösungen anbieten, welche die Kosten grundlegender Dienstleistungen senken. Arbeitgeber, die im ESG-Kriterium «Soziales» (ESG: Umwelt, Soziales und Governance) gut abschneiden, stehen also ebenfalls im Fokus. Diese Themen überschneiden sich mit verschiedenen UN-Nachhaltigkeitsthemen, darunter «menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum», «weniger Ungleichheiten» und «nachhaltige Städte und Gemeinden».

Ein längeres, gesünderes Leben
Unserer Ansicht nach werden sowohl die ältere als auch die jüngere Generation, die wir mit unseren Supertrends «Silver Economy» und «Werte der Millennials» abdecken, den Wandel weiter vorantreiben. Durch die weltweite Alterung der Bevölkerung wächst unweigerlich der Bedarf an medizinischen Lösungen für Alterskrankheiten. Dadurch steigen auch die Kosten für Gesundheitsversorgung und Krankenversicherung, zumal dieser Trend zunehmend auch Schwellenländer betrifft. Bei der jüngeren Generation sind die Millennials Vorreiter einer gesünderen Art des Konsums. Nachdem sie die Einkaufs- und Werbegewohnheiten radikal verändert haben, werden sie unseres Erachtens als Nächstes den Finanzsektor auf den Kopf stellen – einer der Schwerpunkte dieses Jahres in unserem Subthema «Digital Natives». Durch den Einfluss der jüngeren Generation dürften zudem Nachhaltigkeit und verantwortungsvoller Konsum weiter an Bedeutung gewinnen. Diese können an verschiedene UN-Nachhaltigkeitsziele geknüpft werden, darunter «Gesundheit und Wohlergehen», «Geschlechtergleichheit» sowie «menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum».

Berührungslose Wirtschaft
Bei der Erreichung vieler UN-Nachhaltigkeitsziele spielt Technologie eine entscheidende Rolle. Tatsächlich finden sich die Subthemen unseres Supertrends «Technologie» in vielen SDGs wieder, von «Frieden, Gerechtigkeit und starke Institutionen» bis hin zu «nachhaltige Städte und Gemeinden».
Wir sind der Ansicht, dass die «berührungslose Wirtschaft» die nächste Herausforderung darstellen wird, nachdem die physische Interaktion bei der Arbeit, in der Freizeit und bei der Kommunikation der Menschen während der COVID-19-Pandemie drastisch an Bedeutung verloren hat. Berührungslose Benutzeroberflächen und vernetzte multifunktionale Geräte und Anwendungen dürften zunehmend die Interaktion über Sprachassistenten ermöglichen. Gleichzeitig könnten Systeme zur biometrischen Authentifizierung auf der Basis von Sprach- oder Bilderkennung Benutzern im geschäftlichen oder privaten Bereich massgeschneiderte Dienstleistungen bieten.

Erfahren Sie mehr

Lesen Sie mehr
credit-suisse.com/supertrends

Anlagestrategie 2022

Erfahren Sie mehr

Anlagestrategien für 2022

Notenbanken und deren Einschätzungen der Wirtschaftslage werden wohl auch 2022 die Anlagestrategien wieder massgeblich prägen. Während sich COVID-19 von einer Pandemie zu einer Endemie wandelt, verdrängt das Inflationsrisiko die zu Beginn der Krise aufgekommenen Deflationssorgen. Einer der Gründe ist die Unterbrechung der Lieferketten, die auch in den kommenden Quartalen ein Problem darstellen und die Konsumentenpreise weiter in die Höhe treiben könnte. Gleichwohl werden die Zentralbanken wahrscheinlich auf eine langsame und schrittweise Normalisierung ihrer Geldpolitik hinarbeiten, da sie den Inflationsanstieg nur als vorübergehend erachten.

Wir erwarten, dass die US-Notenbank (Fed) eine Zinserhöhung gegen Ende des Jahres 2022 und vier weitere im Jahr 2023 durchführen wird. Darüber hinaus sprechen die Einführung eines symmetrischeren Inflationsziels sowie die Tatsache, dass die Fed ein vorübergehendes Überschreiten ihrer Zielvorgaben toleriert, für eine behutsame Normalisierung. Dies könnte dazu beitragen, den Druck durch die steigende Staatsverschuldung zu verringern und letztlich die wirtschaftliche Erholung zu unterstützen.

> Notenbanken und deren Einschätzungen der Wirtschaftslage werden wohl die Anlagestrategien wieder massgeblich prägen.

Der Inflationsfaktor
Wir prognostizieren für 2022 eine globale Inflation von 3.7%, mit grossen Unterschieden zwischen den Ländern. In diesem Szenario sollte ein überdurchschnittlich hoher Barbestand in den Portfolios vermieden werden, da die Kaufkraft schnell schwinden könnte. Gleiches gilt generell auch für nominale Vermögenswerte wie Anleihen, bei denen ein fester Zinssatz gezahlt wird und der investierte Betrag bei Fälligkeit ohne Inflationsausgleich zurückfliesst. Besser sind die Aussichten für Finanzanlagen, die von einem Inflationsanstieg profitieren (d.h. reale Anlagen). Ein Beispiel sind Aktien, deren Kurse die Gewinnerwartungen widerspiegeln. Die Inflation steigt, da Unternehmen die Preise für ihre Produkte und Dienstleistungen erhöhen können, was wiederum ihre Rentabilität verbessert. Mit unserer Prognose für das nominale Wachstum des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP) im Jahr 2022 von 8% (Schätzung des realen BIP plus Inflation) unterstellen wir grosses Potenzial für Umsatz- und Gewinnsteigerungen, wodurch ein möglicher Inflationsdruck abgefedert werden könnte. Allerdings dürften steigende Staatsanleihenrenditen irgendwann Druck auf die Aktienbewertungen ausüben, vor allem dann, wenn die realen Zinsen wieder positives Terrain erreichen, womit wir 2022 allerdings nicht rechnen. Aktiensektoren und -segmente, auf die starke strukturelle Wachstumstreiber einwirken, darunter auch jene, die wir mit unserem thematischen Supertrends-Rahmenwerk ermittelt haben, können den Inflationseinfluss abfedern.

Kernanleihen nur mit geringen Erträgen
Die Notenbanken werden die Normalisierung ihrer Geldpolitik mit einer allmählichen Verringerung ihrer Anleihenkäufe einleiten, was zusammen mit der breiteren Konjunkturerholung den Weg für höhere Zinsen ebnen dürfte. Steigende Zinsen würden sich negativ auf die Anleihenkurse auswirken, und die derzeit niedrigen Anleihenerträge würden in Kombination mit engen Kreditspreads wohl kaum einen Ausgleich bieten. Folglich rechnen wir bei Staats- und Unternehmensanleihen nur mit einem geringen Anlageerfolg. Kernanleihen sollten unseres Erachtens (aufgrund ihrer schockabsorbierenden Qualitäten) dennoch zur Risikominderung in Multi-Asset-Portfolios aufgenommen werden, auch wenn ihr tatsächlicher Ertragsbeitrag möglicherweise minimal ausfällt.

Diversifizierung beibehalten
Der Schlüssel zum Risikomanagement eines Portfolios liegt in der Suche nach Anlagen mit Ertragsprofilen, die von verschiedenen Faktoren abhängen. Diese Diversifizierungseffekte können durch Anlagestrategien, die nichttraditionellen Mustern folgen, zusätzlich verstärkt werden. So gibt es z.B. Hedge-Fonds-Strategien, die sowohl Long- als auch Short-Positionen bei Aktien eingehen, um so ihr Chancenspektrum zu erweitern. Anlagestrategien zum Ausgleich der niedrigen Anleihenerträge lassen sich nur schwer finden. Dividendenorientierte Aktienstrategien mit Schwerpunkt auf Unternehmen mit soliden Bilanzen und starken Cashflows oder ertragssteigernde Aktienoptionsstrategien können interessante Alternativen darstellen, ebenso wie Nicht-Kernanleihen, wenn sich durch eine Ausweitung der Spreads Chancen ergeben. Immobilien sind ein weiterer Ansatz, da der anhaltende Konjunkturaufschwung Unterstützung bietet. Auch mittels Private Markets lässt sich das Ertragsprofil eines Portfolios in Anbetracht der Marktverwerfungen und des anhaltenden wirtschaftlichen Aufschwungs verbessern. Private Markets eignet sich aber nur für Anleger, die eine im Vergleich zu traditionellen Anlagen grössere Illiquidität tolerieren können.

Prognosen

Wir rechnen damit, dass die globale Wirtschaft 2022 real um 4.3% wächst. Das ist weniger als das Wachstum um 5.8%, das wir für 2021 erwarten, übertrifft jedoch die Wachstumsrate vor der Pandemie. Für das Jahr 2022 erwarten wir Aktienerträge im hohen einstelligen Prozentbereich, verglichen mit zweistelligen Niveaus im Jahr 2021. Staatsanleihenrenditen dürften vor dem Hintergrund der Konjunkturdynamik und der Normalisierung der Geldpolitik 2022 weiter steigen.

BIP- und Inflationsprognosen

Reales BIP, in % gegenüber dem Vorjahr

	2020	2021E*	2022E*
Global	**–3.4**	**5.8**	**4.3**
USA	–3.4	5.5	3.8
Kanada	–5.3	4.7	4.8
Eurozone	**–6.5**	**5.3**	**4.2**
Deutschland	–4.9	2.7	3.7
Italien	–8.9	6.5	4.5
Frankreich	–8.0	6.5	4.6
Spanien	–10.8	6.9	5.8
Grossbritannien	–9.7	7.0	5.0
Schweiz	–2.4	3.5	2.5
Japan	**–4.7**	**2.0**	**1.7**
Australien	–2.4	3.4	4.1
China	**2.3**	**8.1**	**6.1**
Indien (Geschäftsjahr)	–7.0	8.7	7.7
Brasilien	–4.1	4.8	–0.5
Russland	–3.0	4.5	2.4

Inflation, jährlicher Durchschnitt in % gegenüber dem Vorjahr

	2020	2021E*	2022E*
Global	**1.9**	**3.5**	**3.7**
USA	1.2	4.7	4.5
Kanada	0.7	3.2	3.4
Eurozone	**0.3**	**2.4**	**2.8**
Deutschland	0.4	3.2	2.9
Italien	–0.1	2.1	2.7
Frankreich	0.5	2.2	2.7
Spanien	–0.3	2.1	2.7
Grossbritannien	0.9	2.3	3.7
Schweiz	–0.7	0.5	0.5
Japan	**–0.1**	**–0.2**	**0.5**
Australien	0.9	2.6	2.6
China	**2.5**	**0.9**	**2.2**
Indien (Geschäftsjahr)	6.6	5.3	5.2
Brasilien	3.2	8.2	8.1
Russland	3.4	6.6	5.6

* E: Schätzung

Letzter Datenpunkt 15.11.2021
Quelle Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

Hinweis: Historische und/oder projizierte Performanceangaben und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für die aktuelle oder zukünftige Performance.

Performance/Finanzmarktprognosen

Aktien*	Performance seit Jahresbeginn 2021 15. November 2021	Erwarteter Gesamtertrag 2022
US-Aktien	25.5%	6.7%
Eurozoneaktien	24.9%	7.2%
Schweizer Aktien	21.1%	6.3%
Britische Aktien	18.5%	7.7%
Japanische Aktien	16.5%	6.9%
Schwellenländeraktien	3.7%	7.3%

Kreditmärkte	Performance seit Jahresbeginn 2021 15. November 2021	Erwarteter Gesamtertrag 2022
Globale Investment-Grade-Anleihen**	–1.11%	0.70%
Globale High-Yield-Anleihen**	3.44%	1.10%
Schwellenländeranleihen in Hartwährung***	–1.40%	1.20%

Renditen 10-j. Staatsanleihen	Schlussstand 15. November 2021	Prognose Ende 2022
USA	1.60%	2.00%
Deutschland	–0.25%	0.10%
Schweiz	–0.14%	0.10%

Währungen und Rohstoffe	Schlussstand 15. November 2021	Prognose Ende 2022
EUR/USD	1.13	1.17
USD/CHF	0.93	0.94
EUR/CHF	1.05	1.10
USD/JPY	114.5	116
GBP/USD	1.34	1.40
USD/CNY	6.39	6.38
Gold (USD/oz)	1862	1600
WTI (USD/bbl)	80	70

* Performance and expected returns are total return including dividends. Markets refer to MSCI country / regional indices in local currency. Performance of the periods. 12/11/2016 – 12/11/2021 for those indices in chronological order are: MSCI USA: 21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%, 34.7%. MSCI EMU: 24.2%, –6.9%, 17.1%, –4.0%, 30.1%. MSCI Switzerland: 20.5%, 1.9%, 19.1%, 4.0%, 23.5%. MSCI UK: 14.5%, –1.0%, 8.6%, –12.5%, 20.7%. MSCI Japan: 31.6%, –4.6%, 6.1%, 4.3%, 22.2%. MSCI EM: 32.3%, –8.6%, 12.8%, 16.0%, 11.8%.

** Barclays Global Investment Grade Corporate und Global High Yield Index
*** JP Morgan EMBIG Div. (Sovereign Index)

Letzter Datenpunkt 15.11.2021
Quelle Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Hinweis: Historische und/oder projizierte Performanceangaben und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für die aktuelle oder zukünftige Performance.

Dieser Bericht bildet die Ansicht des CS Investment Strategy Departments ab und wurde nicht gemäss den rechtlichen Vorgaben erstellt, die die Unabhängigkeit der Investment-Analyse fördern sollen. Es handelt sich nicht um ein Produkt der Research Abteilung von Credit Suisse, auch wenn Bezüge auf veröffentlichte Research-Empfehlungen darin enthalten sind. CS hat Weisungen zur Lösung von Interessenkonflikten eingeführt. Dazu gehören auch Weisungen zum Handel vor der Veröffentlichung von Research-Ergebnissen. Diese Weisungen finden auf die in diesem Bericht enthaltenen Ansichten der Anlagestrategen keine Anwendung.

Risikowarnung
Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere in Bezug auf Wert- und Renditeschwankungen. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse: https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/

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 «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten», die Sie bei der Schweizerischen Bankiervereinigung erhalten.

Vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die Wertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden.

Finanzmarktrisiken
Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine zuverlässigen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen. Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte
In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und 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 Ausfalls 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 Risiko, einschliesslich Totalverlust, und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Die Performance dieser Anlagen hängt von unvorhersehbaren Faktoren ab, etwa Naturkatastrophen, Klimaeinflüssen, Transportkapazitäten, politischen Unruhen, saisonalen Schwankungen und starken Einflüssen aufgrund von Fortschreibungen, insbesondere bei Futures und Indizes.
Anleger in Immobilien sind Liquiditäts-, Fremdwährungs- und anderen Risiken ausgesetzt, einschliesslich konjunktureller Risiken, Vermietungsrisiken und solcher, die sich aus den Gegebenheiten des lokalen Marktes, der Umwelt und Änderungen der Gesetzeslage ergeben.

Private Equity
Private Equity (hiernach «PE») bezeichnet private Investitionen in das Eigenkapital nicht börsennotierter Unternehmen. Diese Anlagen sind komplex, meistens illiquide und langfristig. Investitionen in einen PE-Fonds sind in der Regel mit einem hohen finanziellen und/oder geschäftlichen Risiko verbunden. Anlagen in PE-Fonds sind nicht kapitalgeschützt oder garantiert. Die Investoren müssen ihre Kapitalnachschusspflicht über lange Zeiträume erfüllen. Wenn sie dies nicht tun, verfällt möglicherweise ihr gesamtes Kapital oder ein Teil davon, sie verzichten auf künftige Erträge oder Gewinne aus Anlagen, die vor dem Ausfall getätigt wurden, und verlieren unter anderem das Recht, sich an künftigen Investitionen zu beteiligen, oder sind gezwungen, ihre Anlagen zu einem sehr niedrigen Preis zu verkaufen, der deutlich unter den Bewertungen am Sekundärmarkt liegt. Unternehmen oder Fonds können hochverschuldet sein und deshalb anfälliger auf ungünstige geschäftliche und/oder finanzielle Entwicklungen oder Wirtschaftsfaktoren reagieren. Diese Investitionen können einem intensiven Wettbewerb, sich ändernden Geschäfts- bzw. Wirtschaftsbedingungen oder sonstigen Entwicklungen ausgesetzt sein, die ihre Wertentwicklung ungünstig beeinflussen..

Zins- und Ausfallrisiken
Die Werthaltigkeit einer Anleihe hängt von der Bonität des Emittenten bzw. des Garanten ab und 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.

Investment Strategy Department
Im Mandats- und Beratungsgeschäft der CS sind Anlagestrategen für die Formulierung von Multi-Asset-Strategien und deren anschliessende Umsetzung verantwortlich. Sofern Musterportfolios gezeigt werden, dienen sie ausschliesslich zur Erläuterung. Ihre eigene Anlageverteilung, Portfoliogewichtung und Wertentwicklung können nach Ihrer persönlichen Situation und Risikotoleranz erheblich davon abweichen. Meinungen und Ansichten der Anlagestrategen können sich von denen anderer CS-Departments unterscheiden. Ansichten der Anlagestrategen können sich jederzeit ohne Ankündigung oder Verpflichtung zur Aktualisierung andern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

Gelegentlich beziehen sich Anlagestrategen auf zuvor veröffentlichte Research-Artikel, einschl. Empfehlungen und Rating-Änderungen, die in Listenform zusammengestellt werden. Die darin enthaltenen Empfehlungen sind Auszüge und/oder Verweise auf zuvor veröffentliche Empfehlungen von Credit Suisse Research. Bei Aktien bezieht sich dies auf die entsprechende Company Note oder das Company Summary des Emittenten. Empfehlungen für Anleihen sind dem entsprechenden Research Alert (Anleihen) oder dem Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland zu entnehmen. Diese Publikationen sind auf Wunsch erhältlich oder können von https://investment.credit-suisse.com heruntergeladen werden. Offenlegungen sind unter www.credit-suisse.com/disclosure zu finden.

Allgemeiner Haftungsausschluss/Wichtige Information
Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Investment Research.

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 müsste.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG, ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter dem folgenden Link: https://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 Form von reguliertem Investment-Research, 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 andern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **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 CS, 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 Anlagedienstleistungen 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:** 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. 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 enthalten. 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. **DATENSCHUTZ:** Ihre Personendaten werden gemäss der Datenschutzerklärung von Credit Suisse verarbeitet, die Sie von zu Hause aus über die offizielle Homepage von Credit Suisse – https://www.credit-suisse.com – abrufen können. Um Sie mit Marketingmaterial zu unseren Produkten und Leistungen zu versorgen, können Credit Suisse Group AG und ihre Tochtergesellschaften Ihre wichtigsten Personendaten (d. h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse) verarbeiten, bis Sie uns davon in Kenntnis setzen, dass Sie diese nicht mehr erhalten wollen. Sie können dieses Material jederzeit abbestellen, indem Sie Ihren Kundenberater benachrichtigen.

Verbreitende Unternehmen
Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Bahrain:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse AG, Bahrain Branch, einer Niederlassung der Credit Suisse AG, Zürich/Schweiz, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) ordnungsgemäss als Investment Business Firm der Kategorie 2 zugelassen ist und beaufsichtigt wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich qualifizierten Anlegern gemäss Definition der CBB angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. Die CBB hat dieses Dokument oder die Vermarktung eines Anlageinstruments, auf das hier Bezug genommen wird, im Königreich Bahrain weder geprüft noch genehmigt und haftet nicht für die Wertentwicklung eines solchen Anlageinstruments. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, befindet sich an folgender Adresse: Level 21–22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Chile:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada verteilt, einer Zweigniederlassung der Credit Suisse AG (im Kanton Zürich als AG eingetragen), die von der chilenischen Finanzmarktkommission überwacht wird. Weder der Emittent noch die Wertpapiere wurden bei der chilenischen Finanzmarktkommission (Comisión para el Mercado Financiero) gemäss dem chilenischen Finanzmarktgesetz (Gesetz Nr. 18.045, Ley de Mercado de Valores) und den diesbezüglichen Bestimmungen registriert. Daher dürfen sie in Chile nicht öffentlich angeboten oder verkauft werden. Dieses Dokument stellt kein Angebot bzw. keine Aufforderung für die Zeichnung oder den Kauf der Wertpapiere in der Republik Chile dar, ausser für individuell identifizierte Käufer im Rahmen einer Privatplatzierung im Sinne von Artikel 4 des Ley de Mercado de Valores (Angebot, das sich weder an die allgemeine Öffentlichkeit noch an einen bestimmten Teil oder eine bestimmte Gruppe der Öffentlichkeit richtet). **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France («französische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und den beiden französischen Aufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und Autorité des Marchés Financiers (AMF). **Guernsey:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten geprüften Abschlüsse der Credit Suisse AG werden auf Wunsch bereitgestellt. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. NZ000248233) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai – 400 018, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Israel:** Wenn dieses Dokument durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. in Israel verteilt wird: Dieses Dokument wird durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. verteilt. Die Credit Suisse AG und ihre in Israel angebotenen Dienstleistungen werden nicht von der Bankenaufsicht bei der Bank of Israel überwacht, sondern von der zuständigen Bankenaufsicht in der Schweiz. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. ist für den Vertrieb von Investmentprodukten in Israel zugelassen. Daher werden ihre Investmentmarketing-Aktivitäten von der Israel Securities Authority überwacht. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien 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, verteilt. **Katar:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (Qatar) L.L.C., die von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) unter der QFC-Lizenz-Nummer 00005 zugelassen ist und reguliert wird. Alle betreffenden Finanzprodukte oder Dienstleistungen werden ausschliesslich zugelassenen Gegenparteien (gemäss Definition der QFCRA) oder Firmenkunden (gemäss Definition der QFCRA) angeboten, einschliesslich natürlicher Personen, die sich als Firmenkunden einstufen liessen, mit einem Nettovermögen von mehr als QR 4 Millionen und ausreichenden Finanzkenntnissen, -erfahrungen und dem entsprechenden Verständnis bezüglich solcher Produkte und/oder Dienstleistungen. Daher dürfen andere Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon («CBL») reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die Anordnungen und Rundschreiben der CBL sowie die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Hiermit wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Anlagen an Finanzmärkten mit einem hohen Ausmass an Komplexität und dem Risiko von Wertverlusten verbunden sein können und möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet sind. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zum Zeitpunkt der Prüfung zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger ausdrücklich und unwiderruflich, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat und den Inhalt des Dokuments vollumfänglich versteht. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird veröffentlicht von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexiko:** Dieses Dokument gibt die Ansichten der Person wieder, die Dienstleistungen für C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») und/oder Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») erbringt. Daher behalten sich sowohl C. Suisse Asesoría als auch Banco CS das Recht vor, ihre Ansichten jederzeit zu ändern und übernehmen in dieser Hinsicht keinerlei Haftung. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Es stellt keine persönliche Empfehlung oder Anregung und auch keine Aufforderung zur irgendeiner Handlung dar. Es ersetzt nicht die vorherige Rücksprache mit Ihren Beratern im Hinblick auf C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS übernehmen keinerlei Haftung für Anlageentscheidungen, die auf der Basis von Informationen in diesem Dokument getroffen werden, da diese die Zusammenhänge der Anlagestrategie und die Ziele bestimmter Kunden nicht berücksichtigen. Prospekte, Broschüren und Anlagerichtlinien von Investmentfonds sowie Geschäftsberichte oder periodische Finanzinformationen dieser Fonds enthalten zusätzliche nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente können kostenlos direkt bei Emittenten und Betreibern von Investmentfonds, über die Internetseite der Aktienbörse, an der sie notiert sind oder über Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS bezogen werden. Die frühere Wertentwicklung und die verschiedenen Szenarien bestehender Märkte sind keine Garantie für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Falls die Informationen in diesem Dokument unvollständig, unrichtig oder unklar sind, wenden Sie sich bitte umgehend an Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS. Es ist möglich, dass Änderungen an diesem Dokument vorgenommen werden, für die weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS verantwortlich ist. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und ist kein Ersatz für die Aktivitätsberichte und/oder Kontoauszüge, die Sie von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS gemäss den von der mexikanischen Wertpapier- und Börsenaufsicht (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, CNBV) erlassenen allgemeinen Bestimmungen für Finanzinstitutionen und andere juristische Personen, die Anlagedienstleistungen erbringen, erhalten. Angesichts der Natur dieses Dokuments übernehmen weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS irgendeine Haftung aufgrund der in ihm enthaltenen Informationen. Obwohl die Informationen aus Quellen stammen, die von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS als zuverlässig angesehen wurden, gibt es keine Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Banco CS und/oder A. Suisse Asesoría übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Nutzung von Informationen in dem Ihnen überlassenen Dokument ergeben. Anleger sollten sich vergewissern, dass Informationen, die sie erhalten, auf ihre persönlichen Umstände, ihr Anlageprofil sowie ihre konkrete rechtliche, regulatorische oder steuerliche Situation abgestimmt ist oder eine unabhängige professionelle Beratung einholen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein Anlageberater gemäss dem mexikanischen Wertpapiermarktgesetz (Ley del Mercado de Valores, «LMV») und bei der CNBV unter der Registernummer 30070 eingetragen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein Teil der Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. oder einer anderen Finanzgruppe in Mexiko. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein unabhängiger Anlageberater gemäss dem LMV und anderen geltenden Bestimmungen, da sie in direkter Beziehung zur Credit Suisse AG, einer ausländischen Finanzinstitution, und in indirekter Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. steht. **Österreich:** Dieser Bericht wird entweder von der CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich («österreichische Zweigniederlassung») oder von der Credit Suisse (Deutschland) AG veröffentlicht. Die österreichische Zweigniederlassung ist eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die österreichische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-1150 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien, Österreich. Die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») in Zusammenarbeit mit der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien, Österreich beaufsichtigt. **Portugal:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Sucursal em Portugal («portugiesische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die portugiesische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörden Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörden, der Banco de Portugal (BdP) und der Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument wird von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104–37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: https://www.credit-suisse.com/sa. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Regeln für das Angebot von Wertschriften und fortlaufenden Verpflichtungen darf dieses Dokument im Königreich Saudi-Arabien ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Regeln dazu berechtigt sind. Die saudi-arabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Käufer der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Bestimmungen für Anlagefonds darf dieses Dokument im Königreich ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Bestimmungen dazu berechtigt sind. Die saudi-arabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Zeichner der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. **Südafrika:** Die Verteilung dieser Informationen erfolgt über Credit Suisse AG, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 9788 registriert ist, und/oder über Credit Suisse (UK) Limited, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 48779 registriert ist. **Spanien:** Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial. Es wird von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragenen Unternehmen zu Informationszwecken bereitgestellt. Es richtet sich ausschliesslich an den Empfänger für dessen persönlichen Gebrauch und darf gemäss den derzeit geltenden Gesetzen keineswegs als Wertpapierangebot, persönliche Anlageberatung oder allgemeine oder spezifische Empfehlung von Produkten oder Anlagestrategien mit dem Ziel angesehen werden, Sie zu irgendeiner Handlung aufzufordern. Der Kunde/die Kundin ist auf jeden Fall selbst für seine/ihre Entscheidungen über Anlagen oder Veräusserungen verantwortlich. Deshalb trägt der Kunde allein die gesamte Verantwortung für Gewinne oder Verluste aus Entscheidungen über Aktivitäten auf der Basis der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen. Die Angaben in diesem Dokument sind nicht die Ergebnisse von Finanzanalysen oder Finanzresearch und fallen deshalb nicht unter die aktuellen Bestimmungen für die Erstellung und Verteilung von Finanzresearch und entsprechen nicht den gesetzlichen Vorschriften für die Unabhängigkeit der Finanzanalyse. **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/Istanbul, Türkei

USA: WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN. (IM SINNE DER REGULIERUNG S DES US SECURITIES ACT VON 1933, IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).

Vereinigtes Königreich: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Wird dieser Bericht im Vereinigten Königreich von einem ausländischen Unternehmen vertrieben, das im Rahmen des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 keiner Ausnahme unterliegt, gilt Folgendes: Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. 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 von 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 ausgerichtet werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich in Zukunft ändern.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2021 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

21C014A_IS

Impressum

Redaktionsleitung

Philipp Lisibach
Head of Global Investment Strategy

Chefredaktion

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Global Head of Economics & Research and CIO IWM

Redaktionelle Unterstützung

Catherine McLean Trachsler
Christa Jenni
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl
Katharina Schlatter

Produktmanagement

Camilla Damm Leuzinger
Claudia Biri
Serhat Günes

Redaktionsschluss

15. November 2021

Design

LINE Communications AG

Übersetzungen

Credit Suisse Language & Translation Services

Weitere Informationen

credit-suisse.com/investmentoutlook

Bildquellen

nadla / GettyImages (Cover, S. 1, S. 2, S. 16 – 17, S. 68);
Credit Suisse (S. 7, S. 9);
Roberto Moiola / Sysaworld / GettyImages (S. 14 – 15);
Mlenny / GettyImages (S. 30 – 31);
Paul Souders / GettyImages (S. 58 – 59);
the_burtons / GettyImages (S. 60)

Autoren/Mitwirkende

James Sweeney
Global Economics & RCIO Americas

Neville Hill
Head of European Economics

Daniel Rupli
Head of Single Security Research, Equity Credit

David Sneddon
Head of Global Technical Analysis

Tobias Merath
Head of Wealth Content Strategy

Luca Bindelli
Head of Global FI, FX and Commodity Strategy

Marc Häfliger
Head of Global Equity Strategy

David Wang
Head of China Economics

Jelena Kucenko
Head of Global Alternative Investments Strategy

Jessie Gisiger
Head of Global Credit Strategy and Investment Themes

Stefan Graber
Head of Global Commodity Strategy

Karsten Linowsky
Head of Global Currency Strategy

Claude Maurer
Chief Economist Switzerland

Anand Datar
Alternative Investments Strategist

Sarah Leissner
Alternative Investments Strategist

Rasmus Rousing
Equity Strategist

Laura Smith
Equity Strategist

Sunny Chabriya
Equity Strategist

Satish Aluri
Equity Strategist

Florence Hartmann
Emerging Market Bonds & FX Strategist

Angela Saxby Robbins
Senior Sustainable Investing Specialist

Nicole Neghaiwi
Sustainable Investing Specialist

FSC
www.fsc.org
FSC® A000531
The mark of responsible forestry
Accredited FSC-ACC-037

CREDIT SUISSE

credit-suisse.com

© 2021, CREDIT SUISSE

2532371 072028D LJCC 11.2021