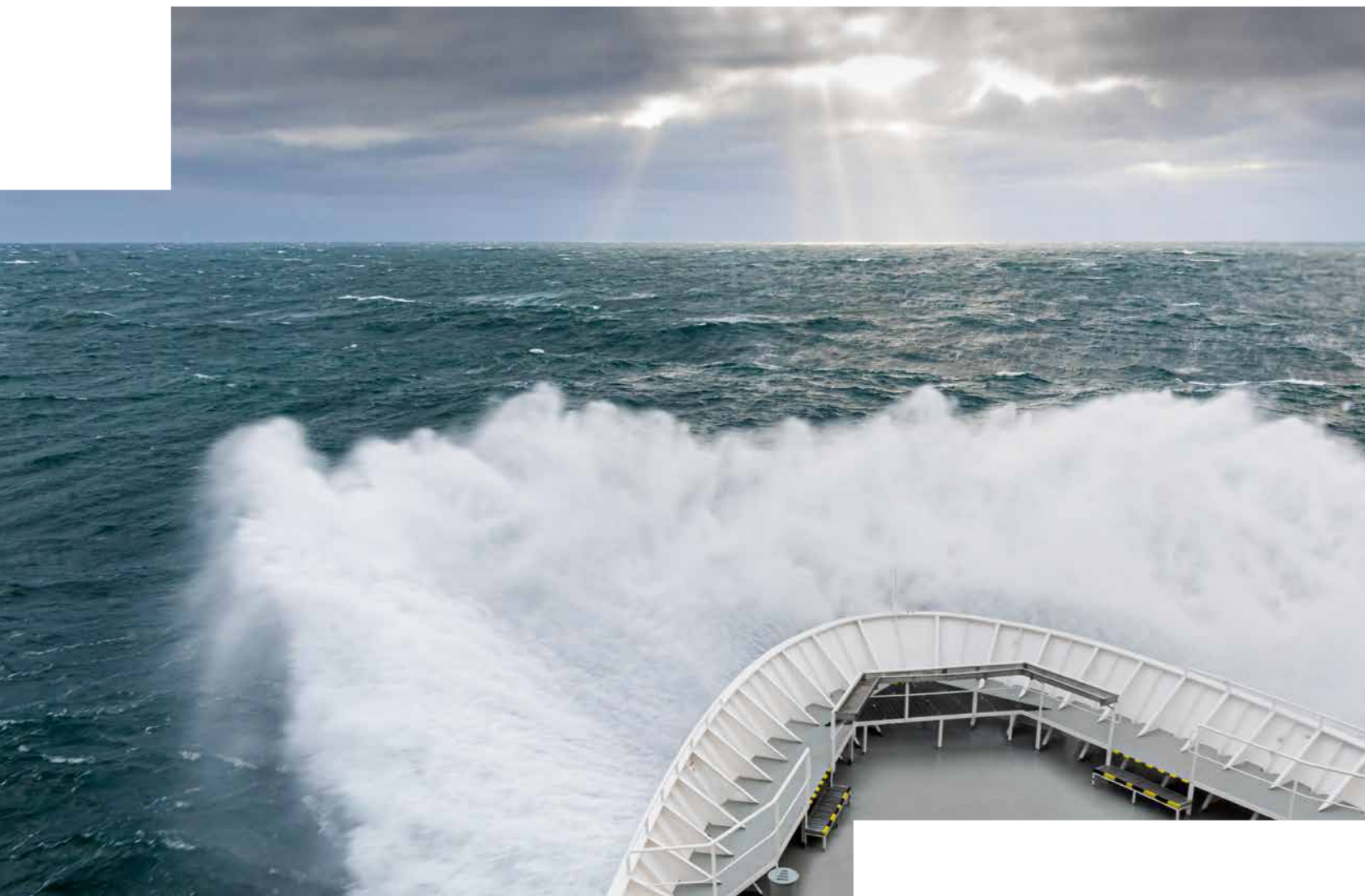


# Investment Outlook 2021



Blick nach vorne.

# Blick nach vorne.



# Inhalt

## 12 Weltwirtschaft

- 14 Pandemics: Nach dem Schock
- 22 Abschied vom Status quo
- 24 Regionaler Ausblick

## 28 Hauptanlageklassen

- 30 Fixed Income
- 33 Aktien
- 40 Währungen
- 42 Immobilien
- 44 Hedge-Fonds
- 46 Private Equity
- 48 Rohstoffe

## 50 Supertrends

- 53 Infografik: Veränderter Medienkonsum während der Pandemie

## 54 Anlagestrategie 2021

- 56 Wo finden sich Renditen?
- 58 Prognosen

- 06 Vorwort des CEO
- 08 Editorial
- 10 Rückblick 2020
- 60 Disclaimer
- 66 Impressum



# Aus meiner Perspektive

**Thomas Gottstein**  
CEO Credit Suisse Group AG

**Ich freue mich, Ihnen unseren Investment Outlook 2021 zu präsentieren. Mit 2020 geht ein beispielloses Jahr zu Ende: Die COVID-19-Pandemie hat schwere Rezessionen, hohe Arbeitslosigkeit und starke Schwankungen an den Finanzmärkten nach sich gezogen.**

Was hält 2021 bereit? Oberste Priorität hat selbstverständlich weiterhin die Sicherheit unserer Gesellschaft und Bürger. Unsere Gesundheit und die Entwicklung unserer Volkswirtschaften gehen Hand in Hand. Vieles hängt von den Fortschritten in der Entwicklung eines Impfstoffs und weiteren Bestrebungen zur Eindämmung der Gesundheitskrise ab.

Angesichts der starken fiskal- und geldpolitischen Stimuli, der beschleunigten technologischen Innovation und der Investitionen in die Reduzierung von CO<sub>2</sub>-Emissionen rechnen wir für 2021 allgemein mit einer anhaltenden Erholung der globalen Wirtschaftsaktivität.

Allerdings bestehen zahlreiche Unsicherheitsfaktoren – von der Geopolitik über die De-globalisierung bis hin zu den Auswirkungen der über längere Zeit tiefen Zinsen auf die verschiedenen Anlageklassen. Das knappe Ergebnis der US-Wahlen verdeutlicht die immer stärkere politische Spaltung, welche die Reaktion der Politik auf die Pandemie erschweren könnte.

Unsere Ökonomen, Finanzanalysten und Strategen stehen Anlegern und Unternehmern weltweit bei der Bewältigung der sich rasch verändernden globalen Herausforderungen zur Seite. Der Schwerpunkt unserer House View liegt dabei auf Nachhaltigkeit. Sie bildet das analytische Fundament unserer Tätigkeit als führender Vermögensverwalter mit ausgeprägten globalen Investment-Banking-Kompetenzen.

Die Früchte dieser Bestrebungen kommen in unserem Investment Outlook zum Ausdruck, der den passenden Titel «Blick nach vorne» trägt. Er umfasst unsere wesentlichen Einschätzungen im Hinblick darauf, wie sich die Märkte und Volkswirtschaften im kommenden Jahr entwickeln werden. Ich bin zuversichtlich, dass der Investment Outlook Ihnen auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten in diesen unsicheren Zeiten als wertvolle Orientierungshilfe dienen wird.

Ich wünsche Ihnen ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2021.

Thomas Gottstein





# Blick nach vorne.

**Michael Strobaek**  
Global Chief Investment Officer

**Als Menschen haben wir das Bedürfnis, die Vergangenheit zu betrachten, um unser Leben zu verstehen. Doch gemäss dem dänischen Philosophen Sören Kierkegaard aus dem 19. Jahrhundert sollten wir auch die Zukunft berücksichtigen.**

Sobald wir die COVID-19-Pandemie und ihre Folgen überstanden haben, werden wir zweifelsohne des Öfteren darauf «zurückblicken», wie sich diese schwere Zeit auf unser Leben ausgewirkt hat. Jeder Einzelne von uns wird sich noch lebhaft an die leeren Städte während der Lockdowns sowie an die Sorgen über Familie und Freunde erinnern. Sicher ist, dass keiner von uns das Jahr 2020 vergessen wird – ein Jahr, in dem wir uns mit einer globalen Pandemie eines potenziell tödlichen Virus konfrontiert sahen.

Auch für die Anleger stellt die Krise eine aussergewöhnliche Erfahrung dar, hat sie doch die Weltwirtschaft in die tiefste Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg gestürzt. Die Aktienmärkte brachen Ende Februar und im März ein, nur um in den Folgemonaten dank der beispiellosen Unterstützung seitens der Zentralbanken und Regierungen eine starke Rally zu verzeichnen.

Diese Publikation befasst sich jedoch nicht mit der Vergangenheit. Vielmehr wollen wir einen Blick nach vorne und dabei auf die Faktoren werfen, die Anlagen und Märkte unseres Erachtens 2021 beeinflussen dürften. Das Anlageumfeld ist mittlerweile

komplizierter, und die Suche nach Renditen und Erträgen gestaltet sich schwieriger. Gerade jetzt sollten wir diszipliniert bleiben und unserer natürlichen Angewohnheit, auf der Suche nach Orientierung in die Vergangenheit zu blicken, nicht nachgeben. Ein gutes Urteilsvermögen auf Basis strenger Analysen der gegenwärtigen Lage und das Festhalten an einer Anlagethese können zu sehr ertragreichen Anlageergebnissen führen. Dies haben wir zum Höhepunkt der Krise unter Beweis gestellt, als wir uns entgegen der vorherrschenden Marktmeinung Ende März dazu entschieden hatten, in Aktien zu investieren.

Die Pandemie wird uns auch 2021 noch beschäftigen. Die Regierungen werden neuerlichen COVID-19-Ausbrüchen begegnen und ihrer Bevölkerung einen Impfstoff zur Verfügung stellen müssen, sobald dieser erhältlich ist. Zudem werden sich Menschen und Unternehmen an Veränderungen in der Art und Weise, wie wir arbeiten, lernen und leben, anpassen müssen, die unserer Ansicht nach dauerhafter Natur sind. Darüber hinaus dürfte sich das Wirtschaftswachstum nach dem pandemiebedingten Schock 2020 zwar stabilisieren.

Es bleiben aber Risiken bestehen, die genau im Auge behalten werden müssen. Auf den folgenden Seiten beleuchten wir den Ausblick für die verschiedenen Anlageklassen und die Weltwirtschaft für das Jahr 2021.

Neben all den noch nie da gewesenen Ereignissen in diesem Jahr, das sich allmählich dem Ende neigt, steht uns noch eine viel grössere Herausforderung bevor. Dies zeigt sich an den verstärkten Kapitalflüssen in Bezug auf die ökologischen und sozialen Trends, welche die Pandemie beschleunigt hat. In den vergangenen 18 Jahren war die Credit Suisse sehr aktiv im Bereich nachhaltiger Anlagen und Impact Investing. Unseres Erachtens spielen Anleger eine wesentliche Rolle beim Übergang zu einer gerechteren und nachhaltigeren Welt. Dies erfordert ein Umdenken und eine neue Herangehensweise, was sich bereits abzeichnet, zumal die Anleger bei der Anlage ihres Kapitals eine stärkere Angleichung von Zweck und Gewinn fordern.

Wir streben eine Position an, in der wir unseren Kunden dabei helfen können, diese Trends zu beschleunigen. Zu unseren wesentlichen Initiativen in diesem Bereich

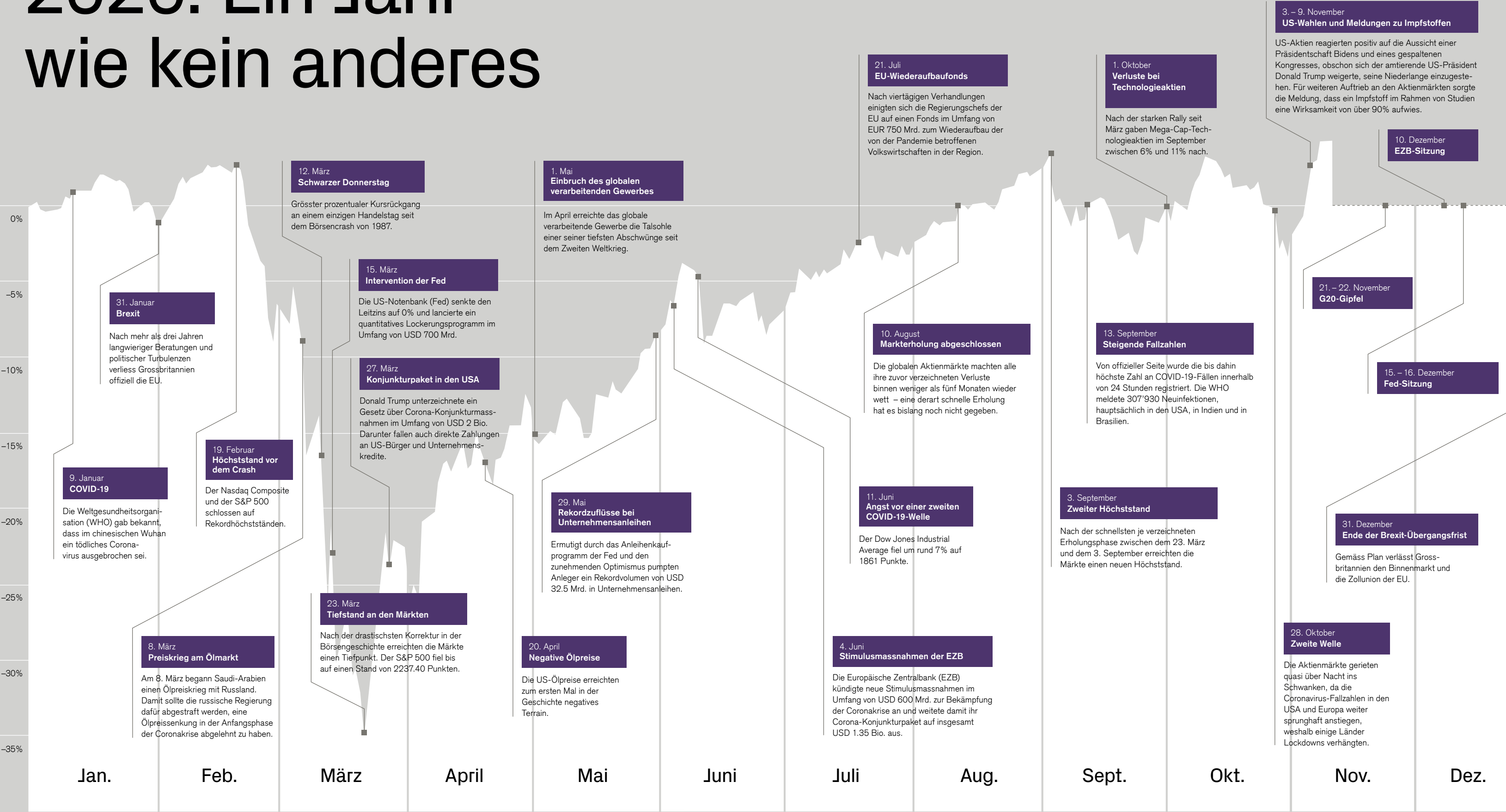
zählen die Supertrends, unsere langfristigen Anlagethemen mit Fokus auf gesellschaftliche Veränderungen, so etwa «Werte der Millennials» und «Klimawandel – hin zu einer treibhausgasfreien Wirtschaft». Überdies haben wir Fonds lanciert, die auf einige der Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen ausgerichtet sind.

Zu den obersten Prioritäten unserer Bank mit Blick auf die Zukunft gehört es, Kunden Anlagen mit Fokus auf Nachhaltigkeit und Wirkung zu ermöglichen. Wir werden Sie auch weiterhin über unsere Bestrebungen in diesem Bereich informieren, da dies den Kern unseres Anlageangebots bildet. Ich bin mir sicher, dass das Jahr 2020 einen Wendepunkt in unser aller Leben darstellen wird, und im Hinblick darauf möchte ich ein gern von mir verwendetes Zitat des dänischen Philosophen Sören Kierkegaard anführen: Das Leben kann nur rückwärts verstanden werden, muss aber vorwärts gelebt werden.



# 2020: Ein Jahr wie kein anderes

MSCI AC World Index





# Weltwirt- schaft





# Pandenomics: Nach dem Schock

So ein Jahr wie 2020 hat es bisher nicht gegeben. Der weltweite Lockdown im Verlauf der ersten Welle der COVID-19-Pandemie löste den stärksten Wirtschaftseinbruch der jüngeren Geschichte aus. Die meisten Volkswirtschaften erholten sich im Anschluss deutlich, doch eine zweite COVID-19-Welle verpasste der Wirtschaft erneut einen Dämpfer. Dennoch dürfte sich das Wachstum 2021 langsam beschleunigen, ohne einen bedrohlichen Anstieg der Inflation oder der Zinsen zu bedingen, trotz der deutlich höheren Staatsverschuldung.

## «Furcht und Schrecken»

Aufgrund des Lockdowns der Weltwirtschaft wird 2020 als ein historisches Jahr mit einzigartiger Konjunktorentwicklung in die Geschichtsbücher eingehen. Auf den stärksten Quartalseinbruch des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP) im 2. Quartal folgte der kräftigste, jemals in einem Quartal verzeichnete Wiederanstieg. Dem waren eine Lockerung der Corona-Auflagen sowie beispiellose haushalts- und geldpolitische Massnahmen vorausgegangen. Als die COVID-19-Pandemie drohte, ausser

Kontrolle zu geraten, griffen die verantwortlichen Politiker rund um den Globus zu drastischen Massnahmen, um die wirtschaftlichen Folgen dieser Gesundheitskrise in den Griff zu bekommen.

Was war dieses Mal anders? In einem «normalen» Abschwung kommt es in den konjunkturrempfindlichen Wirtschaftsbereichen wie dem Baugewerbe in der Regel zu einer Kontraktion. Dagegen ergeht es dem Dienstleistungssektor meist besser. Dieses Mal traf der Schock jedoch die





zyklischen verarbeitenden Sektoren und die Dienstleistungswirtschaft gleichzeitig und löste damit extreme Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität aus. Dies ist äusserst selten.

In den USA kam es im Dienstleistungssektor in den letzten 70 Jahren nur dreimal zu einem Wachstumseinbruch: 1973, 2008 und 2020. Im Verlauf der aktuellen Rezession schwächte sich die Aktivität in den zyklischen Sektoren ab, denn mit dem Herunterfahren ganzer Volkswirtschaften kam es zu Störungen in den Lieferketten. Im Dienstleistungssektor kam mit den Ausgangsbeschränkungen das Geschäftsleben in diversen Branchen zum Erliegen. Bislang «normale» Geschäftsaktivitäten, wie z.B. der Betrieb eines Coiffeursalons oder eines Restaurants, wurden in der Pandemie zu einem Risiko für Kunden und Mitarbeitende. Das erklärt Wirtschaftstätigkeit nach der Aufhebung der Lockdown-Massnahmen, mit der gestörte Lieferketten wiederhergestellt wurden und zuvor geschlossene Unternehmen unter strengen COVID-19-Sicherheitsauflagen den Betrieb wieder aufnehmen durften. Zusätzlich unterstützt wurde die Erholung durch massive fiskal- und geldpolitische Stimuluspakete.

Eine weitere ungewöhnliche makroökonomische Begleiterscheinung der Rezession 2020 ist der gleichzeitige Anstieg der Sparquoten in den USA, in Europa und Asien. Haushalts- und Sozialhilfeprogramme glichen einen Teil der Einkommensverluste während der Lockdowns aus und kurbelten die Konsumausgaben stärker an, als dies sonst der Fall gewesen wäre. Da die Ausgaben für Dienstleistungen im Gegensatz zu jenen für Waren jedoch durch die Abstandsregeln gebremst wurden, konnten die privaten Haushalte mehr zur Seite legen. Damit verbesserte sich ihre Vermögenslage, was in einer Rezession eher ungewöhnlich ist. Ein weiterer Anstieg der Ausgaben ist wahrscheinlich, wenn die geleisteten Arbeitsstunden weiter steigen und der Rückgang der Arbeitslosigkeit anhält. Sobald die Pandemie überstanden ist, werden die Konsumenten auch wieder mehr für Dienstleistungen ausgeben.

**Belastung für die Löhne**

Schätzungen der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO) zufolge wurden während des Lockdowns im 2. Quartal weltweit 15% weniger Arbeitsstunden geleistet. Das entspricht annähernd 500 Millionen Arbeitsplätzen.

Allein in den USA verloren auf dem Höhepunkt der Krise im März und April über 21 Millionen Menschen ihren Job. Auch am europäischen Arbeitsmarkt ging die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden erheblich zurück, die Zahl der Arbeitsplätze jedoch weniger stark, da die Regierungen mit Kurzarbeitprogrammen gegensteuerten. Im Rahmen solcher Programme können Unternehmen einen Antrag auf Verkürzung der Arbeitszeit stellen. Den Lohnausfall gleicht der Staat meist bis zu einer Höchstgrenze von 80% aus. Auch asiatische und Schwellenländer mit hohem Beschäftigungsanteil im öffentlichen Sektor konnten in der Krise ihre Beschäftigung vergleichsweise stabil halten. In Ländern mit geringem Sozialversicherungsschutz wie in den USA und in einigen Schwellenländern waren dagegen erhebliche Turbulenzen am Arbeitsmarkt zu beobachten. Während des Lockdowns kam es zu einer Entlassungswelle, auf die in der Erholung massenhafte Wiedereinstellungen folgten.

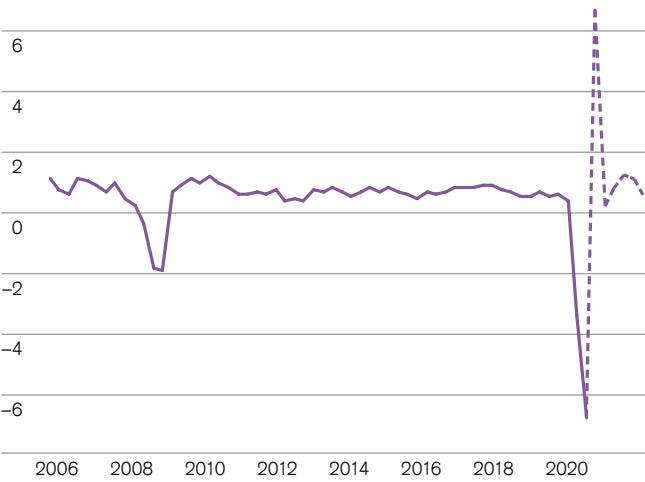
Da es einige Zeit dauern wird, bis in der Wirtschaft wieder die vor der Pandemie verzeichneten Aktivitätsniveaus erreicht sind, ist in den nächsten zwei Jahren wohl weiterhin mit erhöhten Arbeitslosenquoten zu rechnen. Dies muss aber nicht von Dauer sein. In Ländern mit relativ flexiblen und unregulierten Arbeitsmärkten wie den USA dürfte sich die Arbeitslosigkeit schnell wieder auf dem alten Gleichgewicht einpendeln, selbst wenn die Produktion unter dem Niveau von vor der Pandemie bleibt. Aber solange Unterbeschäftigung herrscht, dürften die Löhne weiter unter Druck stehen. In Europa und Japan werden Gesetze dem jedoch entgegenwirken.

14.7%

Im April, als über 20 Millionen Menschen ihren Arbeitsplatz verloren, erreichte die Arbeitslosigkeit in den USA ihren Höchststand.

**Rückkehr zur «Normalität»**

Globales reales BIP-Wachstum (ggü. Vorjahresquartal, in %)

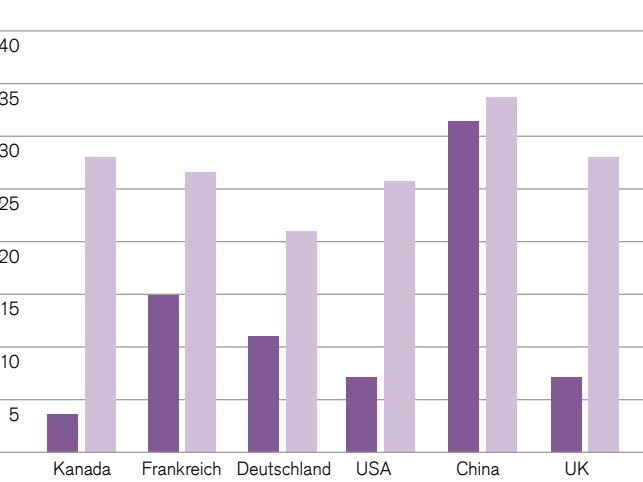


Schätzung

Letzter Datenpunkt 30.06.2020  
Quelle Bloomberg, Credit Suisse

**Haushalte sparen mehr**

Sparquote der Haushalte (in %)



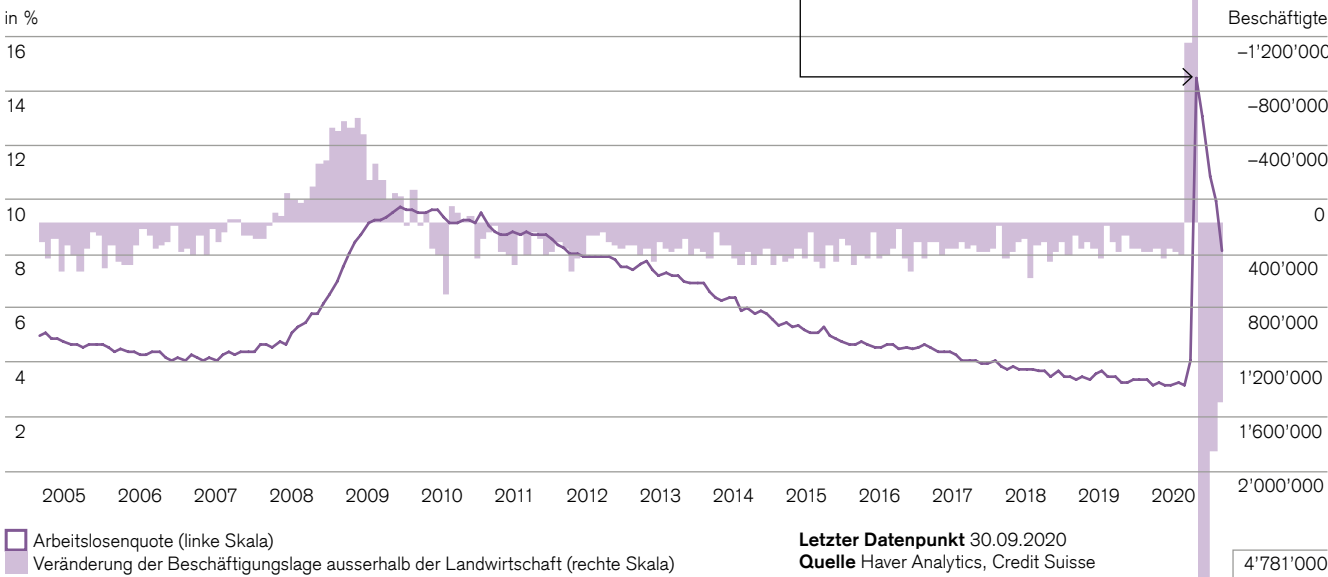
4.Q 2019

2.Q 2020

Letzter Datenpunkt 30.06.2020  
Quelle Haver Analytics, Credit Suisse

**Zurück zur Arbeit**

Monatliche US-Arbeitslosenquote und Veränderung der Gesamtzahl der Beschäftigten ausserhalb der Landwirtschaft



Arbeitslosenquote (linke Skala)

Veränderung der Beschäftigungslage ausserhalb der Landwirtschaft (rechte Skala)

Letzter Datenpunkt 30.09.2020  
Quelle Haver Analytics, Credit Suisse

**Kreative Zerstörung und Produktivität**

Ein Schock wie die COVID-19-Pandemie bleibt auch für die Produktivität nicht ohne Folgen. Eine Kennzahl hierfür ist das Wachstum der Arbeitsproduktivität, d.h. das reale BIP-Wachstum abzüglich des realen Wachstums der geleisteten Arbeitsstunden. Während der Pandemie stieg die Arbeitsproduktivität sprunghaft an, denn die geleisteten Arbeitsstunden gingen stärker zurück als die Produktion. Wenn die Arbeitnehmer an ihren Arbeitsplatz zurückkehren, dürfte sich dies jedoch umkehren. Dann könnte sich das Produktivitätswachstum wieder verlangsamen. Über kurze Zeiträume betrachtet weist die Produktivität im Allgemeinen sehr starke Schwankungen auf. Auf längere Sicht könnte die Pandemie die Produktivität aber zumindest in einigen Sektoren steigern.

Der Lockdown hat zahlreiche Verwerfungen nach sich gezogen, durch die neue Geschäftsmodelle wie die Telemedizin und neue Arbeitsformen unseres Erachtens deutlichen Auftrieb erfahren. Diese Verwerfungen werden kurzfristig Kosten verursachen. Neue Geschäftsmodelle können auf lange Sicht jedoch zu Effizienzsteigerungen führen, vor allem dann, wenn Unternehmen und Regierungen in die richtigen Bereiche, wie z.B. die digitale Infrastruktur, investieren.

**Zentralbanken warten ab**

Da die Löhne unter Druck stehen und/oder – je nach Region – die Arbeitslosenzahlen steigen, dürfte sich der verhaltene Preisauftrieb fortsetzen. Wir erwarten für 2021 weltweit eine Inflation von 2.3%. Sie bliebe damit unter dem vor der Pandemie erreichten Niveau von 2.5% im Jahr 2019 zurück. Für die USA prognostizieren wir im Jahr 2021 eine Teuerungsrate von 2.0% gegenüber 1.0% für die Eurozone und 2.5% für China.

Aufgrund dieser niedrigen Inflationsraten dürften es die Zentralbanken nicht eilig haben, die Leitzinsen zu erhöhen. Während des Lockdowns senkte die US-Notenbank (Fed) im Schulterschluss mit anderen wichtigen Zentralbanken die Zinsen auf annähernd null. Zudem reaktivierten oder verlängerten sie umfangreiche Wertpapierkaufprogramme. Ihr Ziel war es, die Realzinsen weiter zu drücken, um die Konjunkturerholung anzukurbeln. Wir gehen nicht davon aus, dass eine der wichtigen Zentralbanken 2021 die Zinsschraube anzieht. Auch für lange Zeit danach ist dies wenig wahrscheinlich. Tatsächlich könnte es sogar zu einer Ausweitung der Wertpapierkäufe kommen, wenn das Wachstum ins Stocken gerät oder die Inflation nicht steigt.

**Unsicherheit bezüglich fiskalischer Zukunft**

Die Pandemie und ihre Folgen dürften dazu beitragen, die Inflation 2021 im Zaum zu halten. Die langfristigen Auswirkungen der Krise auf die Teuerungsrate sind indes weniger absehbar. Mit der Zeit sind aufgeblähte Haushaltsdefizite und eine hohe Staatsverschuldung zu erwarten. Diese Destabilisierung der öffentlichen Finanzen kann die Inflation anheizen, aber nur, wenn die Zentralbanken auf künftigen Inflationsdruck unzureichend oder gar nicht reagieren. Dies könnte z.B. der Fall sein, wenn sie externem Druck nachgeben oder wenn sie sich bei ihren Zinsentscheiden allmählich von Sorgen über den Schuldendienst des Staates leiten lassen. Dies stellt ein Risiko für die Zeit nach COVID-19 dar. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass Druck auf die Zentralbanken ausgeübt wird, zur Finanzierung allzu ehrgeiziger Konjunkturprogramme beizutragen.

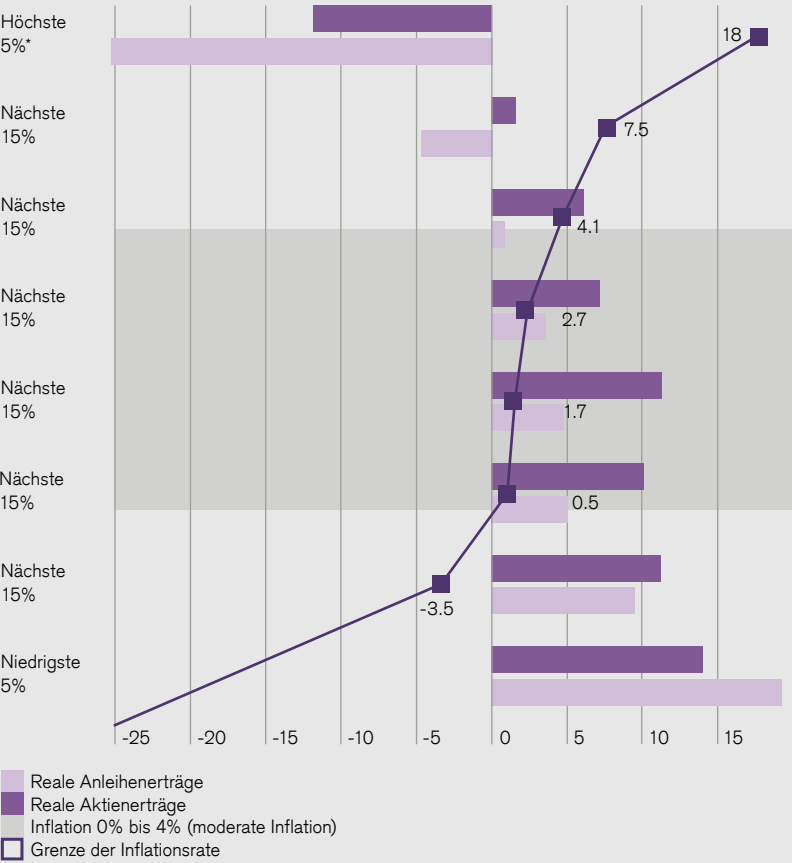
Auch besteht die Möglichkeit, dass die Zentralbanken zu spät oder zu halbherzig auf eine Inflationsbeschleunigung reagieren. Gleichwohl beschränkt die Umstellung der Fed auf ein durchschnittliches Inflationsziel die Notenbank nicht in ihrer Fähigkeit, schnell zu reagieren, sollte die Teuerung über das Inflationsziel hinausschiessen. In Europa ist dies aufgrund der Satzung der Europäischen Zentralbank (EZB) sehr unwahrscheinlich. In Ländern mit hoher Staatsverschuldung haben die Zentralbanken grössere Schwierigkeiten damit, die Inflation zu bekämpfen, als die Deflation in Schach zu halten. Das liegt

daran, dass die Inflation das Schultern einer hohen Schuldenlast erleichtert, während die Deflation den gegenteiligen Effekt hat. Die Zentralbanken sind daher heute sehr viel offener für unorthodoxe geldpolitische Massnahmen wie die quantitative Lockerung, Negativzinsen oder die Renditekurvensteuerung, um einen allgemeinen Preisverfall zu vermeiden, statt wie früher bei schwacher Konjunktur die geldpolitischen Zügel angesichts steigender Inflation zu straffen. Dies bringt die Zentralbanken bei der Erfüllung ihrer Mandate jedoch in eine heikle Lage. Noch ist es zu früh, um die Folgen solcher

**Inflation bedingt Entwicklung bei Finanzanlagen**

Für Finanzanlagen und Anleger ist es entscheidend zu wissen, welches Inflationsumfeld in den kommenden Jahren herrschen wird. Für die meisten Industrieländer und Schwellenländer bedeutet eine Gesamtinflation von 0% bis 4% ein moderates Inflationsumfeld, in dem sich Aktien tendenziell besser entwickeln als Anleihen. In einem Umfeld mit sehr hohem Preisauftrieb, wie es typischerweise bei Gesamtinflationen über 7.5% herrscht, generieren Aktien keine positiven Gesamterträge mehr, während Anleihen tendenziell eine negative Wertentwicklung verzeichnen. Herrscht Deflation, d.h., die Gesamtinflation ist negativ, schneiden Anleihen besser ab als Aktien.

**Reale Anleihen- und Aktienerträge im Vergleich zu Inflationsraten**  
Ertrag/Inflation (in %, 1900–2019)



\* Inflationsperzentile über 2516 Länderjahre; Anleihen- und Aktienerträge aus demselben Jahr  
**Letzter Datenpunkt** 31.12.2019  
**Quelle** Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton, DMS-Datensatz. Darf ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung der Autoren nicht vervielfältigt werden.



Extremrisiken abzuschätzen. Anleger sollten die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen jedoch im Auge behalten.

**Das Schuldenerbe**

Viele Länder haben während der Krise fiskalische Stimulusmassnahmen in Höhe von 10% ihres BIP oder mehr auf den Weg gebracht. Bis Ende 2020 wird das Verhältnis von Staatsverschuldung zum BIP in den USA nach Angaben des Internationalen Währungsfonds (IWF) auf über 130% steigen, in Italien auf über 160% und in Japan auf über 260%. Zwar bereitet der wachsende Schuldenberg den politisch Verantwortlichen zunehmend Sorgen. Zugleich wird jedoch der Druck zunehmen, zusätzliche Fiskalanreize zu setzen, sollten sich die Volkswirtschaften nicht vollständig erholen. In den USA dürfte sich der Umfang zusätzlicher Stimuli in Grenzen halten, da es den Demokraten nicht gelang, entscheidende Mehrheiten im Kongress zu gewinnen.

Mit zusätzlichen Konjunkturmassnahmen in einer Grössenordnung wie im Jahr 2020 ist jedoch angesichts der erwarteten Erholung der Weltwirtschaft und der geringen

Wahrscheinlichkeit neuerlicher vollständiger Lockdowns nicht zu rechnen. Unabhängig von der Entwicklung der Weltwirtschaft bleibt die hohe Staatsverschuldung aber auch künftig eine Herausforderung für die politisch Verantwortlichen. Solange die Zinsen auf oder nahe den gegenwärtigen Tiefstständen verharren, ist die Verschuldung tragbar. Sie wird den Regierungen jedoch bei der Bekämpfung einer neuerlichen Rezession und, was noch wichtiger ist, bei der Finanzierung wachstumsfördernder Massnahmen Fesseln anlegen. Hohe Schuldenberge dürften daher eines der auf lange Sicht belastenden Vermächnisse von COVID-19 sein.

**Protektionismus dürfte fortbestehen**

In den letzten 20 Jahren ist der Anteil Chinas an der weltweiten Industrieproduktion von etwa 5% auf 30% gestiegen, während jener der USA unseren Schätzungen zufolge von 25% auf 18% gesunken ist. Viele westliche Politiker haben Massnahmen zum Ankurbeln der Export- und Produktionskapazitäten sowie zum Stellenaufbau im Inland versprochen. Dies dürfte jedoch kaum in einem solchen Umfang geschehen, dass der Anteil

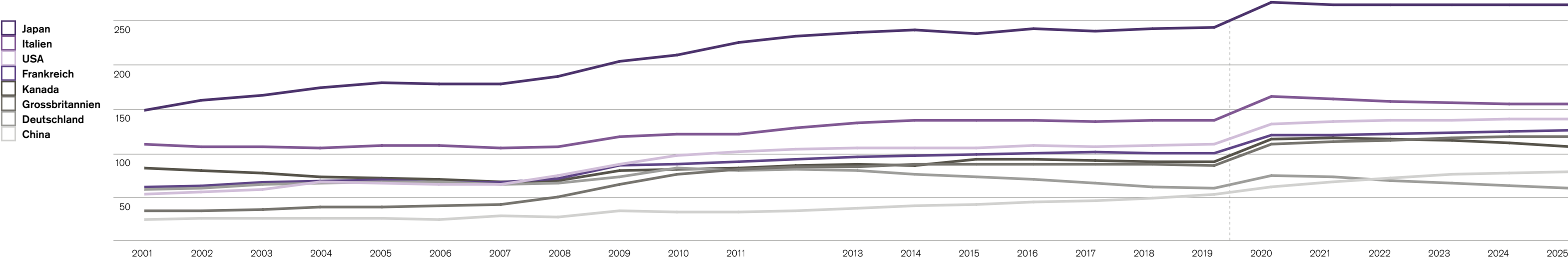
der USA oder Europas an der globalen Produktion wieder deutlich steigt. Dagegen werden die seit 2016 zunehmenden Handelsbarrieren und -spannungen wohl Bestand haben. Dass die Zölle zwischen westlichen Volkswirtschaften angehoben werden, ist unwahrscheinlich – tatsächlich verhandeln die USA und die EU gerade über ein Handelsabkommen. Die Konflikte im Technologiebereich und bei Investitionen werden aber vermutlich anhalten oder sich sogar verschärfen. Als Reaktion darauf steckt China derzeit viel Geld in seine Halbleiterindustrie, um seine Abhängigkeit von anderen, eher unfreundlichen Handelspartnern zu verringern. Dies könnte eine Verdoppelung von Lieferketten zur Folge haben. Auch im Arzneimittelbereich könnten die protektionistischen Tendenzen zunehmen. Lobbyisten wollen den Eindruck erwecken, die COVID-19-Krise habe gezeigt, dass strategisch wichtige medizinische Produkte auf nationaler Ebene produziert werden müssten. Viel besser wäre es, über multi- oder bilaterale Verträge sicherzustellen, dass bei einer künftigen Gesundheitskrise eine diversifizierte globale Versorgung sichergestellt ist.

**Wahlen in den USA:  
Begrenzter Spielraum  
für den gewählten  
Präsident Biden**

Obschon Joe Biden die Präsidentschaftswahlen für sich entschieden hat, bleibt den Demokraten nur begrenzter Spielraum, da es ihnen nicht gelang, entscheidende Mehrheiten im Kongress zu gewinnen. In den USA ist daher nicht mit erheblichen Änderungen an der Steuerpolitik zu rechnen, während zusätzliche Ausgaben in Bereichen wie der «grünen» Wirtschaft ebenfalls begrenzt ausfallen dürften. Gleiches gilt für Anpassungen an Gesundheitsgesetzen oder der Regulierung. Allerdings dürfte sich die Rhetorik seitens des Weissen Hauses merklich verändern.

**Kosten einer Pandemie**

Allgemeine Staatsverschuldung (in % des BIP)



--- Schätzung

Letzter Datenpunkt 31.10.2019, Prognosen per Oktober 2020  
Quelle IWF, Credit Suisse

# Abschied vom Status quo

Krisen haben oftmals transformativen Charakter. Während sich einige Entwicklungen als vorübergehend erweisen, haben andere noch lange Bestand. Bei der COVID-19-Pandemie machen wir mehrere lang anhaltende Folgen aus.

Die rasante Ausbreitung von COVID-19 Anfang 2020 traf viele überraschend und stellte die Weltwirtschaft auf den Kopf. Die Pandemie führt uns vor Augen, dass Infektionskrankheiten auch heute noch eine Gefahr für die Gesellschaft darstellen können und dass derartige Ausbrüche Begleitscheinungen des menschlichen Fortschritts sind. Die Geschichte hat aber gezeigt, dass Gesundheitskrisen zu wissenschaftlichen und sozialen Durchbrüchen beitragen und dadurch die künftige Wirtschaftsentwicklung mitbestimmen. Unseres Erachtens stellt die aktuelle Gesundheitskrise keine Ausnahme dar.

Gleichwohl sorgt COVID-19 nicht für eine komplette Umwälzung, sondern beschleunigt vielmehr bereits bestehende Trends. Die Digitalisierung des Alltags, der Trend hin zu flexibleren Arbeitsregelungen, die Verlangsamung der Globalisierung, die Schwächung des Multilateralismus, die Expansion des Staates oder die Anfälligkeit von Städten – all dies sind Entwicklungen, die bereits vor Ausbruch des Virus im Gange waren. Die Geschwindigkeit, mit der sich diese Trends mittlerweile vollziehen, macht es uns schwer, Schritt zu halten.

Die Gesetzgebung hinkt in verschiedenen Bereichen – von Datenschutz- bis hin zu Arbeitsgesetzen – hinterher, und Regierungen wie auch Unternehmen müssen ihre Widerstandsfähigkeit stärken, indem sie auf nachhaltigere Wirtschaftsmodelle umschwenken.

Heute mit Blick auf die Welt nach COVID-19 zu handeln, kann dazu beitragen, die Wahrscheinlichkeit einer weiteren globalen pandemiebedingten Krise zu minimieren.

Dies stellt überdies eine Gelegenheit dar, jene Probleme anzugehen, die das Wachstum und den Wohlstand in den letzten Jahrzehnten belastet haben.

## Trends, die im Auge behalten werden sollten

1

**Inflations-Extremrisiken:** Das günstige Inflationsumfeld der letzten Jahrzehnte wird mittelfristig Bestand haben, aber die Extremrisiken in Bezug auf Deflation wie auch Inflation haben zugenommen.

2

**Multilateralismus 2.0:** Der Multilateralismus wird entweder neu gestaltet und reformiert oder weicht infolge der Interaktionen zwischen den USA und China dem Multipolarismus.

3

**Demokratie/Autokratie:** Beide Systeme können in einer Pandemie scheitern oder erfolgreich sein, da Krisenmanagement, staatliche Kapazitäten und Vertrauen der Bürger von grösserer Bedeutung sind als politische Systeme. Beide werden weiterhin nebeneinander bestehen.

4

**Mächtiger Staat:** Die umfangreicheren Befugnisse des Staates werden auch nach der Krise Bestand haben, wodurch gewünschte Veränderungen angestossen werden, aber auch das Risiko steigt, dass die Marktdynamik und die Eigenverantwortung untergraben werden.

5

**Nearshoring:** Die Globalisierung wird sich nicht umkehren, aber sich weiter verlangsamen. Dabei wird der Schwerpunkt verstärkt auf regionale Diversifizierung, Nahverlagerung (Nearshoring) der Produktion und Widerstandsfähigkeit anstelle von Kosteneffizienz gelegt.

6

**Überwachung:** Die Überwachungsaktivität und das Sammeln persönlicher Daten ermöglichen Staaten und Unternehmen nun, zu Informationsimperien zu werden. Ein umfassender Datenschutz ist unabdingbar.

7

**Arbeit:** Homeoffice hat einen festen Platz in der Arbeitswelt eingenommen und fördert eine noch grössere Flexibilität sowie neue Standards.

8

**Bildung:** Lebenslanges Lernen avanciert zu einem wesentlichen Bestandteil des Lebens aller Menschen, da dies zur Anpassungsfähigkeit sowie zum Erwerb von Kompetenzen beiträgt, mit denen sich Menschen von Maschinen abheben.

9

**Ungleichheit:** Ungleichheit bleibt ein grosser Schwerpunkt und wird möglicherweise eine stärkere Steuerumverteilung zur Folge haben, was wiederum Menschen- und Kapitalströme nach sich zieht.

10

**Dezentralisierung:** Städte werden überleben, sich dabei aber anpassen müssen, was Spielraum für weitere regionale Dezentralisierung und eine Wiederbelebung kleiner Städte in den Industrieländern schafft.



# Regionaler Ausblick

Zum Jahreswechsel fällt der Wachstumsausblick im regionalen Vergleich unterschiedlich aus. Im Hinblick auf die Erholung der Weltwirtschaft von der Coronavirus-Pandemie ist dieser Prozess in einigen Ländern weiter vorangeschritten. Neben der COVID-19-Krise sehen sich einige Volkswirtschaften 2021 mit zusätzlichen politischen Herausforderungen konfrontiert.





USA



Schrittweise Erholung von der zweiten Welle

Das Wachstum dürfte über Potenzial liegen (die Wachstumsrate dürfte langfristig aufrecht-erhalten werden), da die USA zu einer mehrjährigen Erholung von der Pandemie ansetzen. Wir erwarten für 2021 ein mit den Vorjahren vergleichbares Inflationsniveau, wenngleich die Extremrisiken im Hinblick auf Deflation wie auch Inflation zugenommen haben. Die Staats- und die Auslandsverschuldung, die aufgrund von Massnahmen zur Bekämpfung der

Folgen der COVID-19-Krise gestiegen sind, könnten im Laufe der Zeit destabilisierend wirken. Das Quartalswachstum dürfte nach neuerlichen Rückschlägen im 4. Quartal 2020 schrittweise wieder anziehen. Selbst mit der neuen Regierung unter Führung der Demokraten ist kaum mit einer Verbesserung der Beziehungen zu China zu rechnen. Veränderungen bei der Besteuerung dürften sich ebenso wie Ausgaben für «grüne» Infrastruktur in Grenzen halten.



Lateinamerika



Wachstumsunterschiede

In Mexiko scheint sich der langfristige Wachstumsausblick einzutriben, da Präsident Andrés Manuel López Obrador auf Konfrontationskurs mit dem Privatsektor bleibt. Die Risiko-bereitschaft weltweit hat die lokalen Finanzmärkte stabilisiert. Diese Stabilität bleibt angesichts der finanziellen Fragilität des stark verschuldeten und in Staatsbesitz befindlichen Ölkonzerns Pemex jedoch weiterhin gefährdet. Im

Gegensatz zu den sich verschlech-ternden Wachstumsaussichten in Mexiko könnten die rückläufigen Zinsen in Brasilien ein schnelleres Wirtschaftswachstum nach sich ziehen und das Vertrauen in die Tragfähigkeit der Staatsverschul-dung erhöhen. Damit dies der Fall ist, muss Präsident Jair Bolsonaro jedoch zunächst seine politische Fähigkeit, fiskalische Reformen durchzuführen, unter Beweis stellen.



Grossbritannien



Leben nach der EU

Der Austritt Grossbritanniens aus dem Binnenmarkt und der Zollunion der Europäischen Union (EU) dürfte mit langfristigen Kosten (z.B. für Handelsbarrieren und Bürokratie) verbunden sein und die Erholung des Landes von der COVID-19-Pandemie verlang-samen. Das Auslaufen der Übergangs-phase Ende 2020 dürfte somit einen zusätzlichen Schock für die britische Wirtschaft darstellen – und zwar unabhängig davon, ob ein Handels-abkommen zustande kommt. Darüber hinaus könnte es zu lang anhaltenden Schäden kommen, sollte die britische Regierung die fiskalischen Unter-stützungsmassnahmen frühzeitig einstellen.

Eurozone



Pandemie stärkt Bündnis

Die europäischen Länder haben ihre Volkswirtschaften früher wieder geöffnet als die USA und hatten die Nase im Hinblick auf die Konjunkturerholung daher leicht vorn. Da Europa jedoch von einer zweiten COVID-19-Welle erfasst wurde, kam es zu neuerlichen Rück-schlägen. Gleichwohl dürfte die Eurozone ein Wachstum über Potenzial verzeich-nen, sobald die Pandemie überstanden ist, zumal die fiskalischen Massnahmen einen Grossteil der Schäden, den die Lockdowns ansonsten für Unternehmen und die Beschäftigungslage gehabt hätten, erfolgreich abgefedert haben. Allerdings ist die öffentliche Finanzlage in einigen wichtigen Ländern wie Italien angespannt, und die Investitionsnachfra-ge fällt schwach aus. Herausfordernde demografische Trends (z.B. eine alternde Bevölkerung) belasten das Wachstums-potenzial zusätzlich. Auf lange Sicht hängt eine erfolgreiche Erholung von der COVID-19-Krise daher von einer fortschreitenden effektiven fiskalischen und politischen Integration ab. Unserer Ansicht nach stellt die Lancierung des Wiederaufbaufonds der EU diesbezüglich einen Schritt in die richtige Richtung dar.

China



Vorteile durch Vorsprung

Im Hinblick auf die Erholung nach der Pandemie ist China den meisten anderen Ländern voraus. Das Land ergriff als erstes Lockdown-Mass-nahmen und hob diese auch als erstes wieder auf. Mittlerweile hat die Industrieproduktion in China den verlorenen Boden weitgehend wettgemacht, und China dürfte 2020 als einzige wichtige Volkswirt-schaft ein positives Wachstum verzeichnen (wir rechnen mit einem realen Wachstum des Bruttoinland-produkts [BIP] von 2.2%). Die weitere Erholung hängt künftig

stärker von einer Belebung des Arbeitsmarktes ab, der sich nach wie vor Schwierigkeiten gegenüber-sieht (in den Sektoren Reisen und Unterhaltung werden weiterhin nur zögerlich Arbeitnehmer eingestellt). Mit Blick auf die Zukunft dürfte der Schwerpunkt des nächsten Fünf-Jahres-Plans auf die folgenden drei wesentlichen Bereiche gelegt werden: Technologischer Fort-schritt, Arbeitsproduktivität und Landreformen. Die Behörden streben angesichts der zunehmen-den Reife der Wirtschaft und des

damit verbundenen Rückgangs des Wachstumspotenzials eine reibungslose Verlangsamung des BIP-Wachstums an und wirken etwaigen Entwicklungen, die zu einer Entkopplung Chinas von der Weltwirtschaft beitragen würden, proaktiv entgegen.

Schweiz



Die Schweiz behauptet sich gut

Auch die Schweizer Wirtschaft ist stark vom Coronavirus in Mitleidenschaft gezogen worden, behauptet sich aus drei Gründen aber besser als andere Volks-wirtschaften. Zum einen wurden weniger strenge Beschränkungen verhängt als beispielsweise in Italien oder Spanien. So kam es etwa nicht zu einer landesweiten Schliessung von Baustellen und Produktionsstätten. Zum anderen wurden frühzeitig effektive Massnahmen zur Minderung der Auswirkungen der Krise ergriffen: Kurzarbeit und COVID-19-Kredite wirkten sich seit Ausbruch der

Krise positiv aus. Drittens gestaltet sich die Branchenverteilung in der Schweiz relativ günstig, wobei ein grosser Teil der Wertschöpfung auf den Pharma-, den Chemie- und andere Sektoren (einschliesslich Rohstoffhandel, Banken und Versicherungen) entfällt, die nicht direkt von den Beschränkungen betroffen waren oder sogar einen Nachfrageanstieg infolge von COVID-19 verzeichnet haben. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Erholung aber ähnlich schnell vonstattengehen wie bei den Haupthandelspartnern der Schweiz.



Japan



Innovationen sorgen für Unterstützung

2021 dürfte ein leicht positives reales BIP-Wachstum erreicht werden, da die demografischen Belastungsfaktoren durch solide Produktivitätssteigerungen infolge anhaltender technologischer Innovationen ausgeglichen werden.

Dennoch dürfte die hartnäckige, wenn auch leichte Disinflation zusammen mit den niedrigen nominalen Zinssätzen weiterhin eine Gefahr für den Bankensektor darstellen und eine umfassende Konsolidierung zur Folge haben.





# Haupt- anlage- klassen





# Unternehmensanleihen nach wie vor attraktiv

2021 dürften die Gewinne bei Kern-Staatsanleihen gering ausfallen, während Hartwährungsanleihen aus den Schwellenländern weiterhin attraktiv sind. Bei Unternehmensanleihen bietet Investment Grade (IG) ein gutes Risiko-Ertrags-Profil. Bei High-Yield-Anleihen engagieren wir uns auf selektiver Basis in den bonitätsschwächeren Kreditsegmenten, um die Erträge zu steigern.

Während die kurzfristigen Renditen durch die Zentralbankenpolitik auf niedrigen Niveaus verankert bleiben dürften, rechnen wir 2021 auch bei den langfristigen Renditen nicht mit einem deutlichen Anstieg. Dennoch erachten wir eine leichte Versteilung der Staatsanleihenkurve im Jahr 2021 als wahrscheinlichstes Szenario angesichts der anhaltenden Konjunkturerholung und der Bestrebungen der Notenbanken, die Inflationserwartungen anzukurbeln.

Die US-Notenbank (Fed) nahm im 3. Quartal 2020 eine wichtige Anpassung ihrer langfristigen Strategie vor, indem sie zu durchschnittlichen Inflationszielen überging, wobei ein potenzielles Überschiessen des Inflationsziels toleriert würde, um ein vorheriges Unterschreiten des Zielwerts zu kompensieren. Das Rahmenwerk dürfte der Fed mehr Flexibilität im Hinblick auf die Ankurbelung der Inflationserwartungen verschaffen und damit einen Anstieg der Laufzeitenprämien (Überschussrendite, die sich aus einem Engagement bei lang laufenden im Vergleich zu kurz laufenden Anleihen ergibt) ausgehend von niedrigen Niveaus begünstigen. Dank der entgegenkommenden Haltung und der anhaltenden Anleihenkäufe der Zentralbanken zur Stützung der Erholung blieben die Schwankungen an den Fixed-Income-Märkten 2020 zwar niedrig. 2021 könnte es aber

parallel zur höheren Inflationsstoleranz der Notenbanken und angesichts steigender Schulden und Haushaltsdefizite zu einer gewissen Normalisierung der Volatilität kommen. Während wir mit einem leichten Anstieg der langfristigen Renditen rechnen, dürften die Erträge nominaler Kern-Staatsanleihen in den nächsten zwölf Monaten nahe null verharren oder negativ ausfallen.

**Der Vorteil inflationsindexierter gegenüber nominalen Anleihen**  
2020 gab die Inflation infolge der Wirtschaftskontraktion und des Einbruchs der Rohstoffpreise stark nach. Angesichts der anhaltenden Konjunkturerholung dürften sich die Teuerungsraten in den wichtigen Volkswirtschaften 2021 normalisieren, dabei aber nur 2.0% in den USA und 1.0% in der Eurozone erreichen, wobei Letzteres deutlich unterhalb des Zielwerts der Europäischen Zentralbank (EZB) liegt. Gleichwohl dürfte die Tatsache, dass die Zentralbanken potenziell eine höhere Inflation tolerieren, dazu beitragen, die langfristigen Inflationserwartungen zu stabilisieren und anzukurbeln, sodass diese letztlich die jüngsten historischen Durchschnittswerte übersteigen. Inflationsindexierte Anleihen (ILBs) – die für eine steigende Teuerung entschädigen – würden im Vergleich zu nominalen Anleihen von einem derartigen Anstieg der Inflationserwartungen

profitieren. Bereinigt um Durationsunterschiede bieten ILBs unserer Einschätzung nach daher einen besseren Ertragsausblick als entsprechende nominale Staatsanleihen.

**Renditechancen bei Schwellenländeranleihen**  
Die Renditen von Schwellenländer-Hartwährungsanleihen sind seit der COVID-19-bedingten Verkaufswelle deutlich gesunken. Gleichwohl verharren die Spreads weiterhin oberhalb früherer Tiefstwerte, was jedoch zum Teil auf die rückläufige Rendite zugrunde liegender US-Staatsanleihen zurückzuführen ist. Die rekordhohe Marktpositionierung und der mit Blick auf die Zukunft geringere Spielraum für politische Unterstützung trüben den Ertragsausblick. Ungeachtet des weltweit stabileren Wachstumsumfelds haben viele Schwellenländer-Volkswirtschaften nach wie vor mit den Auswirkungen der Lockdowns infolge des ersten COVID-19-Schocks zu kämpfen. So müssen vor allem die als Reaktion auf die Krise verabschiedeten geld- und fiskalpolitischen Stimuli wieder zum Teil rückgängig gemacht werden. Andererseits deuten die potenzielle Zunahme der zyklischen Einnahmen infolge der Erholung der Wirtschaftsaktivität 2020 zusammen mit einer gewissen fiskalischen Straffung und stärkeren Aussenbilanzen darauf hin, dass das Emissionsvolumen künftig nachlassen wird.

**IG-Anleihen bleiben gefragt**  
Die meisten Investment-Grade-Unternehmensanleihen entwickelten sich 2020 dank rückläufiger Staatsanleihenrenditen sowie entgegenkommender Geld- und Fiskalpolitik positiv. Dennoch haben sich die Kredit-spreads im Vergleich zum Jahresbeginn 2020 geweitet. Angesichts der schrittweisen Erholung der Weltwirtschaft gehen wir davon aus, dass die Zentralbanken und Regierungen weltweit an ihrer sehr entgegenkommenden Geld- und Fiskalpolitik festhalten werden, insbesondere an den Kreditfazilitäten zum direkten Kauf von IG-Unternehmensanleihen, was zu einer weiteren Spreadverengung im Jahr 2021 beitragen dürfte. Da wir mit einer nur langsamen Normalisierung der langfristigen Staatsanleihenrenditen rechnen, ist bei IG-Anleihen eine anhaltend gute Wertentwicklung zu erwarten. Bei den Spreads im High-Grade-Segment besteht weiterer Spielraum für eine Verengung, weshalb wir bei globalen IG-Anleihen auf 12-Monats-Sicht mit einem Ertrag im mittleren einstelligen Bereich rechnen. Vor dem Hintergrund der anhaltend starken Zentralbankunterstützung in Europa, aber auch in den USA sollten Anleger Unternehmensanleihen hoher Qualität gegenüber nominalen Staatsanleihen bevorzugen. Mit Blick auf die Diversifizierung bieten unseres Erachtens auf USD lautende IG-Unternehmensanleihen aus Schwellenländern einen attraktiven Renditeaufschlag für Anleger, die nach Diversifizierungsmöglichkeiten Ausschau halten.

**Spreads weisen nach wie vor Verengungspotenzial auf**  
In Basispunkten





Bleiben weitere Schocks aus, so stellen Schwellenländer-Hartwährungsanleihen angesichts anhaltend niedriger Zinsen weltweit weiterhin eine wichtige Fixed-Income-Anlageklasse zur Steigerung der Erträge dar. Für den Gesamtindex der Schwellenländer-Hartwährungsanleihen, den wir verfolgen, rechnen wir in den nächsten zwölf Monaten mit einem Ertrag von 4.4%. Defensivere Anleger könnten ein reines Engagement bei Investment-Grade-Staatsanleihen ins Auge fassen, wenngleich dies den Ertragsausblick trübt. Nach einer Vielzahl an Herabstufungen bei Staatsanleihen 2020 erwarten wir 2021 ein stabileres Umfeld, da der anfängliche COVID-19-Schock dann weiter hinter uns liegt und im Hochzinsegment mehrere Schuldenrestrukturierungen vorgenommen worden sind. In den wichtigen Schwellenländern stehen 2021 nur wenige politische Ereignisse auf der Agenda, weshalb sich spezifische Risiken in Grenzen halten könnten. In Russland und Mexiko sind Parlaments- und in Südafrika Kommunalwahlen anberaumt.

#### **High-Yield-Spreads: Spielraum für Verengung**

Bei Redaktionsschluss ging die Ratingagentur Moody's davon aus, dass die Zahlungsausfälle im globalen High-Yield-Bereich im 1. Quartal 2021 einen Höhepunkt erreichen werden. Angesichts der verbesserten Risikostimmung neben einer prognostizierten Konjunkturerholung im Jahr 2021 halten wir eine weitere moderate Spreadverengung bei High-Yield-Unternehmensanleihen für wahrscheinlich. Innerhalb des High-Yield-Segments weisen Anleihen mit Rating B im Vergleich zu defensiveren weiterhin einen attraktiven Spreadpuffer auf. In den nächsten

zwölf Monaten erwarten wir bei globalen High-Yield-Anleihen Erträge von 4.4%. Angesichts der Aussicht auf einen wirksamen COVID-19-Impfstoff dürften sich ausgewählte zyklische Konsumgütersektoren wie Fluggesellschaften und Gaming erholen. Obschon die Unternehmensverschuldung in den Sektoren Energie und Metalle im Jahresverlauf gestiegen ist, scheinen die Renditen derzeit hoch genug zu sein, um zum Jahreswechsel für die Ausfallrisiken zu entschädigen, zumal mit anhaltender Zentralbankunterstützung zu rechnen ist. In ähnlicher Weise könnten sich nachrangige europäische Finanzwerte zwar höheren Risiken im Hinblick auf Rückstellungen für Problemkredite gegenübersehen. Die gestärkten Bilanzen der Banken und die fiskalische Unterstützung haben den Finanzierungsstress europäischer Banken jedoch wesentlich verringert. Nachrangige europäische Finanzpapiere dürften sich 2021 gleichauf mit High-Yield-Anleihen entwickeln.

#### **Vorteile des ESG-Fokus**

Anleger können unseres Erachtens 2021 von zwei Aspekten im Hinblick auf ESG-Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) profitieren. Zum einen könnte ein Portfolio aus Unternehmensanleihen, das ESG-Kriterien berücksichtigt, auf lange Sicht weniger stark von Unternehmensausfällen und Rating-Herabstufungen betroffen sein. Zum anderen gehen wir davon aus, dass die Kurse von ESG-Anleihen relativ gut unterstützt bleiben werden, da ESG-Faktoren zunehmend ins Bewusstsein der Anleger rücken – was wiederum höhere Allokationen und Zuflüsse mit ESG-Bezug zur Folge hat.

# Aktien beflügeln weiterhin die Erträge

Mit Blick auf das Jahr 2021 bieten Aktien attraktive Ertragsaussichten. Dank der weltweit sehr lockeren Geldpolitik und der anhaltenden fiskalischen Unterstützung dürfte das politische Umfeld insgesamt günstig bleiben. Der pandemiebedingte Einbruch der Unternehmensgewinne im Jahr 2020 sollte sich als vorübergehend erweisen. Die Konsensprognosen für globale Aktien deuten darauf hin, dass die Gewinne 2021 das Niveau von 2019 übersteigen werden, was die Aktienmärkte im Laufe des Jahres stützen dürfte.



der pandemiebedingten Rezession und der gestiegenen Inflationstoleranz der Zentralbanken sind wir der Ansicht, dass neben dem Risiko einer Kreditkrise auch die Besorgnis über eine Konjunkturüberhitzung gegen Ende des Zyklus weiter an Relevanz verloren hat. Da die Zentralbanken diese Extremrisiken verringern, könnten die Risikoprämien sogar noch stärker sinken, wenn sich die Wirtschaft im Laufe des Jahres 2021 weiter stabilisiert. Dies würde für im historischen Vergleich höhere Bewertungskennzahlen sprechen.

Bei Betrachtung der relativen Attraktivität der verschiedenen Anlageklassen, die sich letzten Endes auf einen erheblichen Teil der Kapitalflüsse auswirkt, erscheinen die Aktienmärkte nach wie vor recht attraktiv. Seit Anfang 2020 sind die realen Renditen von US-Anleihen um über 100 Basispunkte gesunken. Somit sind sie stärker zurückgegangen als die Gewinnrenditen (das inverse Kurs-Gewinn-Verhältnis), was höhere Bewertungskennzahlen begünstigt.

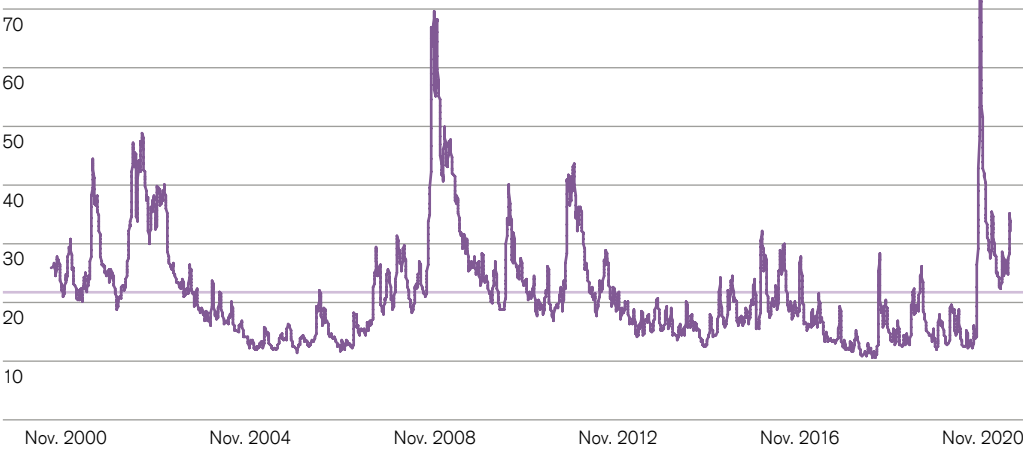
Gegenwärtig liegt die Aktienrisikoprämie (ERP), gemessen an der Differenz zwischen der Gewinnrendite und der realen Anleihenrendite, über dem langfristigen Durchschnitt. Dies deutet darauf hin, dass Aktien attraktive Überschusserträge gegenüber Anleihen bieten. Wir sind uns bewusst, dass die Aktienrisikoprämie in einem unsicheren Umfeld höher sein sollte, da die Anleger bei risikoreicheren Anlagen eine höhere Prämie verlangen. Wenn sich die Volkswirtschaften

**Keine Angst vor hohen Bewertungen**

Gemessen an traditionellen Bewertungskennzahlen wie dem Kurs-Gewinn-Verhältnis erscheinen die Bewertungen am Aktienmarkt im Vergleich zu ihrem längerfristigen historischen Durchschnitt hoch. Zum einen führen wir dies auf das Umfeld extrem niedriger oder sogar negativer Renditen zurück, vor allem auf inflationsbereinigter Basis. Als weitere Ursache sehen wir die Interventionen der politischen Entscheidungsträger, insbesondere der US-Notenbank (Fed), die auf die COVID-19-Pandemie schnell und entschieden reagierten. Dies trug dazu bei, die Risikoaversion der Anleger zu mindern, sodass sich der Markt Ende des Frühjahrs 2020 deutlich erholte. 2021 dürfte die politische Unterstützung anhalten und die Risikoaversion weiter nachlassen. Aufgrund

**Spielraum nach unten**

CBOE-S&P-500-Volatilitätsindex, durch gehandelte Optionen abgebildete erwartete Marktvolatilität

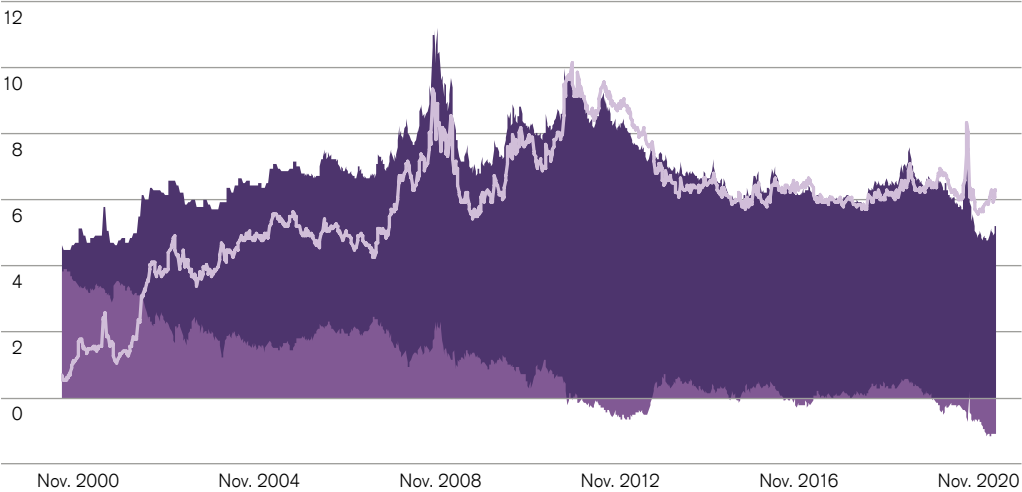


■ Implizite Aktienvolatilität  
■ Durchschnitt

**Letzter Datenpunkt** 06.11.2020  
**Quelle** Bloomberg, Credit Suisse

**Risiken haben ihre Vorteile**

MSCI World – Gewinnrendite im Vergleich zur realen Anleihenrendite (in %)



■ Gewinnrendite – Konsens für die nächsten zwölf Monate  
■ Reale Anleihenrendite  
■ Aktienrisikoprämie

**Letzter Datenpunkt** 05.11.2020  
**Quelle** Datastream, Bloomberg, Credit Suisse

erholen und das Wachstum zurückkehrt, dürfte diese Besorgnis jedoch im Laufe der Zeit nachlassen.

**Den zyklischen Aufschwung nutzen**

Auf regionaler Ebene werden die strukturellen Unterschiede in der Sektorzusammensetzung aus unserer Sicht die grösste Rolle spielen. Der Anteil an Branchen mit langfristigem Wachstum (z.B. Unternehmen mit Technologiebezug) gegenüber den zyklischen Segmenten (z.B. Finanzunternehmen) dürfte 2021 erheblich zu den regionalen Ertragsdifferenzen beitragen.

Die COVID-19-Pandemie hat die disruptiven Trends beschleunigt, die auch künftig eine starke und wirksame Triebkraft darstellen werden. Onlinehandel und -shopping werden traditionelle Detailhandelsgeschäfte zunehmend ersetzen, wodurch Lagerhäuser im Vergleich zu Einkaufszentren begünstigt werden. Homeoffice-Arrangements auf der Basis von Cloud-Computing, Datensicherheit, drahtlosen Netzwerken und Videokommunikationstools dürften die Attraktivität von Büroflächen weiter verringern, während die Nachfrage nach Wohnraum in den Vorstädten steigt. Gleichzeitig ersetzt die Online-Bildung zunehmend traditionelle Präsenzkurse und bietet die Telemedizin eine kostengünstige und zeitsparende Alternative zu Arztbesuchen.

Wir erkennen nach wie vor attraktive Marktsegmente, die dank ihres Disruptionspotenzials in der Lage sind, ihre Marktanteile und Gewinnmargen auszubauen. Dazu zählen Branchen mit Technologiebezug und der Gesundheitssektor. Potenzial sehen wir auch im Materialsektor, einschliesslich der Baustoffbranche. Die Grundlage dafür bilden die solide Nachfrage nach Rohstoffen, der starke Immobilienmarkt und eine potenzielle Belebung der Bautätigkeit, insbesondere bei Wohnimmobilien.

Die von Disruption betroffenen Wirtschaftsbereiche dürften dagegen Marktanteile verlieren, und ihre Margen werden unter Druck geraten. Typische Beispiele hierfür sind der stationäre Detailhandel und die Printmedien. Auch bei traditionellen Unternehmen aus den Sektoren Energie und Finanzen erwarten wir anhaltende Strukturprobleme. Nach einer vorübergehenden Abkühlung dürfte sich die Konjunkturdynamik 2021 wieder beschleunigen. Dies würde Anlegern die Gelegenheit bieten, sich in zyklischen Sektoren wie dem Reise- und Gastgewerbe oder dem Automobilsektor zu engagieren.

# Welche Anlagestile sind 2021 gefragt?

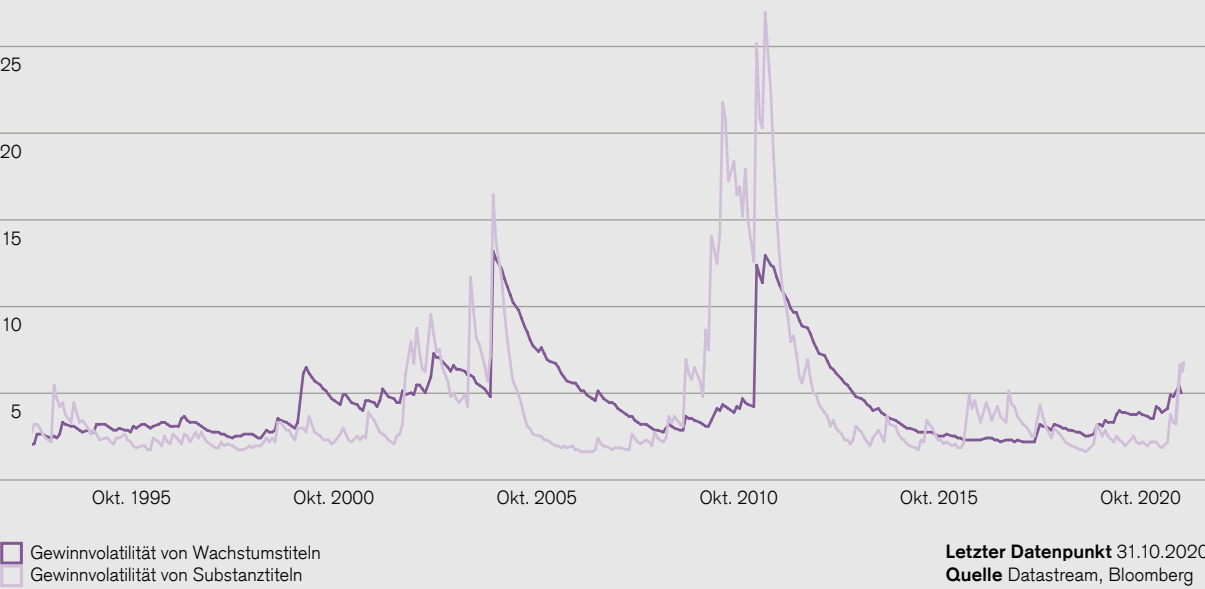
2020 wiesen Wachstums- und Substanztitel hohe Ertragsdifferenzen auf. Mit Blick auf das Jahr 2021 erkennen wir bei Substanzwerten Aufholpotenzial, wenngleich der Zeitpunkt für eine solche Erholung noch nicht absehbar ist. In einer typischen Expansionsphase, in der das Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP) das Potenzialwachstum übertrifft und die Geldpolitik expansiv ist, dürfte eine Übergewichtung von Substanzwerten und Small-Cap-Aktien letztlich eine bessere Performance erzielen als Anlagen in Wachstumsaktien und Large Caps.

Die negativen Schocks, die durch die globale COVID-19-Pandemie ausgelöst wurden, haben jedoch Entwicklungen beschleunigt, für die Wachstumswerte gut positioniert sind. Dazu zählt die Fähigkeit, auf die Verlagerung der Nachfrage zu reagieren, die aus der verringerten Mobilität, dem Social Distancing und dem Trend zu Homeoffice und Online-Bildung resultiert. Wichtige Teilbereiche des Substanzsegments stehen zudem vor strukturellen Herausforderungen, beispielsweise Autohersteller, die das Problem der CO<sub>2</sub>-Emissionen bewältigen müssen. Dasselbe gilt

für Finanzunternehmen, deren Margen in einem Umfeld längerfristig niedriger Zinsen sinken, und für den Energiesektor, in dem die rückläufige Nachfrage nach fossilen Brennstoffen sowie Umweltschutzaspekte die Aktienkurse belasten. Mit Blick auf 2021 halten wir an unserem leichten Schwerpunkt auf Wachstumswerten fest, erwarten jedoch Marktphasen, in denen sich Substanztitel überdurchschnittlich entwickeln könnten.

**Hinweis:** Substanztitel sind Aktien, die sich durch ihre niedrige Bewertung im Vergleich zu ihren Fundamentaldaten (z.B. Gewinne, Dividenden oder Umsatz) auszeichnen. Sie weisen oftmals hohe Dividendenrenditen auf und reagieren in der Regel sensibel auf den Konjunkturzyklus. Wachstumstitel sind Aktien von Unternehmen mit erheblichem Wachstumspotenzial, die den Grossteil der vereinnahmten Gewinne zur Wachstumsfinanzierung nutzen.

**Zwei unterschiedliche Strategien**  
Gewinnvolatilität von Wachstums- und Substanztiteln (in %)



**ESG-Trend hält an**  
Das Thema Nachhaltigkeit wird für Anleger immer wichtiger und ist am Markt bereits fest etabliert. In seinem Global Risks Report 2020 führt das Weltwirtschaftsforum erstmals ausschliesslich Umweltaspekte als wahrscheinlichste globale Risiken auf, und auch die Mehrzahl der Risiken mit den grössten Auswirkungen entfällt auf die Umwelt. Das Bewusstsein für ESG-Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) nimmt zu, wie die steigende Zahl entsprechender Abfragen bei Online-Suchmaschinen zeigt. Das rasante Wachstum der nach ESG-Kriterien verwalteten Vermögenswerte erhöht den Druck auf börsennotierte Unternehmen, ihre Geschäftsmodelle und -praktiken stärker

“ Das Thema Nachhaltigkeit wird für Anleger immer wichtiger.

an ESG-Standards auszurichten. Auch die treuhänderischen Pflichten werden an diese Entwicklung angepasst und umfassen zunehmend Grundsätze für nachhaltige Anlagen, da die Aufsichtsbehörden die Berücksichtigung von ESG-Kriterien immer häufiger vorschreiben.

Zu den Vorteilen dieser Entwicklung für Anleger zählen ein verbesserter Schutz vor wesentlichen Verstössen gegen Governance-Vorgaben, die robuste Performance im ESG-Bereich und der «weiche» Faktor, Gutes zu tun. Wir glauben, dass dieser Trend Bestand haben und eine stärkere Nachfrage zur Folge haben dürfte, was nachhaltigen Anlagen zugutekäme.

**Eurozone hat einen Vorsprung**  
Die Eurozone könnte im Laufe des Jahres 2021 eine bessere Performance erzielen als die USA, da die Unternehmensgewinne über Aufholpotenzial verfügen und aufgrund der stärkeren Konjunkturabhängigkeit Europas überproportional von der wirtschaftlichen Erholung profitieren dürften. Das Ertragspolster, das die widerstandsfähigen und stabilen Wachstumsbranchen (z.B. Technologie) während der COVID-19-Krise boten, war in Europa weniger ausgeprägt.

Verschiedene regulatorische Massnahmen in Bezug auf Dividendenausschüttungen, die während der Krise eingeführt wurden, um im Versicherungs- und Finanzsektor für ausreichende Kapitalpuffer zu sorgen, dürften zudem in Europa aufgehoben werden, sobald sich die Wirtschaft stabilisiert. Vor allem Strategien mit hohen Dividendenausschüttungen, die für die europäischen Aktienmärkte in der Regel relevanter sind, gewinnen dadurch an Attraktivität. Derzeit rechnen wir für die Eurozone weiterhin mit einem relativen Bewertungsvorteil von fast 10%.

**Schweizer Qualität**  
Schweizer Aktien sind defensiv: Dank der starken Konzentration in den Sektoren Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter, auf die mehr als die Hälfte des MSCI Switzerland Index entfällt, weisen sie ein robustes Gewinnprofil auf. Während des pandemiebedingten Abschwungs profitierte der Schweizer Markt von diesen Merkmalen. Aufgrund ihres defensiven Charakters und des relativ geringen Anteils an Unternehmen mit Technologiebezug blieben Schweizer Aktien während der anschliessenden starken Markterholung jedoch zurück. Wir sind der Ansicht, dass der hohe Anteil an globalen Marktführern mit erstklassigen Produkten dem Schweizer Markt nach der Rally attraktive Ertragsperspektiven bietet. Solide und vor allem stabile Dividenden sind ein weiteres Argument für Schweizer Aktien, insbesondere in einer Zeit, in der die Anleger angesichts der niedrigeren Anleihenrenditen nach ertragsgenerierenden Anlagen Ausschau halten. Als exportorientierte Wirtschaft leidet die Schweiz unter der Stärke des CHF, die aus dem Status der Währung als sicherer Hafen resultiert. Dies hat die Performance bisher belastet. Wir erwarten jedoch, dass dieser Negativfaktor 2021 an Bedeutung verliert, da die anhaltende globale Konjunkturerholung die Attraktivität des CHF als sichere Anlagewährung verringern dürfte.



# 202

potenzielle Impfstoffe befinden sich in der Entwicklungsphase.

## Impfstoff: Die grosse Unbekannte

Laut dem von der Weltgesundheitsorganisation am 3. November 2020 veröffentlichten Entwurf über COVID-19-Impfstoffkandidaten wurden weltweit etwa 202 potenzielle Impfstoffe entwickelt und getestet, davon 47 an Menschen. Im November 2020 wurden zu einem Impfstoff ermutigende Phase-3-Studienergebnisse gemeldet, sodass bis Mitte 2021 mit Impfungen auf breiter Basis gerechnet werden kann. Dies ist bemerkenswert,

da die Entwicklung von Impfstoffen in der Regel Jahre, nicht Monate dauert.

In Bezug auf einen Impfstoff stellen sich eine Reihe von Fragen, darunter zur Schutzdauer, aber auch seiner Sicherheit und seiner Akzeptanz in der Bevölkerung. Auch die Verfügbarkeit eines Impfstoffs, seine rasche Produktion und die Logistik hinsichtlich einer weltweiten Auslieferung sind wichtige Aspekte für die Einschätzung,

wie schnell die Welt zu einem «Normalzustand» zurückkehren kann. Zudem stellt sich insbesondere für ärmere Regionen die Frage nach kurzfristigen Kapazitäten.

Trotz aller genannten Probleme hätte jede glaubwürdige Bestätigung, dass ein wirksamer Impfstoff für eine umfassende Auslieferung zur Verfügung steht, wahrscheinlich eine positive Wirkung auf die meisten Aktienkurse und

die allgemeine Risikostimmung. Angesichts der Ergebnisse der laufenden Impfstoffstudien und Zulassungsverfahren scheinen die Aktienmärkte diese positive Nachricht bereits vorwegzunehmen. Bestätigt sich diese Hoffnung, könnten Sektoren wie Reisen, Freizeit und Gastronomie, die von COVID-19 am stärksten in Mitleidenschaft gezogen wurden, einen Aufschwung erleben. Aufgrund positiver Gewinnrevisionen

und des Potenzials für eine Neubewertung rechnen wir in diesem Fall auch mit einer raschen Umschichtung aus «Stay-at-Home»- und Wachstumstiteln in Substanz- und zyklische Werte. Aus regionaler Sicht dürften vom Tourismus abhängige und zyklische Märkte (z.B. die Eurozone) in einem solchen Szenario allmählich aufholen, nachdem sie 2020 weitgehend zurückgeblieben sind.

### Grossbritannien – Brexit-Unsicherheit veranlasst uns zu Zurückhaltung

Seit dem Brexit-Referendum 2016 sind britische Aktien deutlich hinter dem globalen Aktienmarkt zurückgeblieben. Dadurch wurden sie erheblich abgewertet und weisen im Vergleich zu globalen Aktien historisch niedrige Bewertungskennzahlen auf. Da der britische Markt ein starkes Exposure zu den Sektoren Finanzen und Energie aufweist, die von den COVID-19-bedingten Lockdowns erheblich betroffen waren, verzeichneten britische Aktien in jüngster Zeit niedrigere Unternehmensgewinne und stärkere Dividendenkürzungen als globale Aktien. Die Bewertungskennzahlen und die hohen Dividendenrenditen lassen den Markt attraktiv erscheinen. Aufgrund der Unsicherheit über den bevorstehenden Austritt Grossbritanniens aus dem europäischen Binnenmarkt im Zuge des Brexit bleibt der

Konjunkturausblick des Landes jedoch getrübt. Die Währungsentwicklung könnte die Brexit-Folgen allerdings abfedern. Britische Aktien korrelieren stark negativ zum GBP, da ein Grossteil der Unternehmensgewinne im Ausland erwirtschaftet wird. Wir glauben, dass ein schwaches GBP in Verbindung mit den attraktiven Aktienbewertungen dazu beitragen könnte, einen möglichen Wachstumseinbruch zu kompensieren, falls die Unsicherheit über den Brexit anhält und Grossbritannien eine neue Welle von COVID-19-Infektionen verzeichnet. Zusätzliche fiskal- und geldpolitische Stimuli könnten die Wirtschaft und inländische Aktien auf kurze Sicht ebenfalls stützen.

### Schwellenländer: Asien sticht heraus

An den Aktienmärkten der Schwellenländer dominieren asiatische Unternehmen, auf die rund 80% der Marktkapitalisierung der

globalen Schwellenmärkte entfallen. Asien weist ein erhebliches Exposure gegenüber der sogenannten «New Economy» auf. Daher erkennen wir eine Reihe struktureller Trends, die asiatische Aktien unterstützen, darunter Digitalisierung, Cloud-Computing und künstliche Intelligenz. Da COVID-19 in grossen Teilen der Region bereits unter Kontrolle gebracht worden ist und die chinesische Wirtschaft eine robuste Erholung verzeichnet, erwarten wir, dass asiatische Aktien 2021 attraktive Erträge erzielen. Die guten Wirtschaftsaussichten scheinen in den Aktienbewertungen bereits weitgehend eingepreist zu sein. Eine anhaltende Erholung der Unternehmensgewinne ist daher ein wichtiger Faktor für weitere Kurszuwächse. Die breit abgestützte Konjunkturerholung und das starke Wachstum des Technologie-sektors dürften die Gewinne beflügeln.

Ausländische Anleger werden sich bei der Suche nach überdurchschnittlichen Wachstumschancen wahrscheinlich auf die Schwellenländer Asiens konzentrieren. Die beiden anderen Schwellenländerregionen – EEMEA und Lateinamerika – waren stärker von der COVID-19-Pandemie betroffen. In beiden Regionen sind die fundamentalen Rahmenbedingungen daher ungünstiger als in den Schwellenländern Asiens. Infolge der Pandemie haben die Aktienkurse jedoch korrigiert. Dadurch besteht Potenzial für eine Outperformance, falls die Besorgnis über COVID-19 nachlässt, beispielsweise infolge eines weltweit verfügbaren Impfstoffs. Eine lockere Geldpolitik und ein schwächerer USD dürften Schwellenländeraktien zugutekommen. Mit Blick auf 2021 stellt eine weitere Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China weiter ein wesentliches Risiko für Schwellenländeraktien dar.

# USD dürfte weiter an Boden verlieren

Aufgrund der globalen Wachstumsbelebung, der Verringerung des realen US-Renditevorteils und der Ausweitung des Haushalts- und des Zahlungsbilanzdefizits erwarten wir 2021 eine weitere Abwertung des USD. Der EUR und der JPY dürften davon profitieren. Angesichts von Portfoliozuflüssen wird unserer Einschätzung nach auch der CNY zulegen.

Seit Anfang 2020 hat der USD gegenüber den Währungen anderer wichtiger Industrieländer an Boden verloren. Da wir 2021 mit einer anhaltenden globalen Konjunkturerholung rechnen, gehen wir davon aus, dass der USD weiter abwertet. Die stark expansive Geldpolitik der US-Notenbank (Fed) hat den Zinsvorteil des USD beseitigt, und auch die Aussicht auf schwache Haushalts- und Aussenbilanzen in den USA dürfte die Währung weiter belasten. Die Einführung eines neuen geldpolitischen Rahmens durch die Fed, einschliesslich eines durchschnittlichen Inflationsziels, erhöht das Risiko steigender langfristiger Inflationserwartungen. Es ist unwahrscheinlich, dass die Fed die Leitzinsen in den nächsten zwei bis drei Jahren erhöht, wodurch starke Schwankungen der Nominalrenditen verhindert werden. Dadurch besteht die Gefahr, dass die realen US-Renditen noch weiter sinken. Dies dürfte den USD zusätzlich unter Druck setzen. Eine ausgedehnte zweite COVID-19-Infektionswelle in den Wintermonaten könnte an den Märkten jedoch für eine gewisse Volatilität sorgen und dem USD aufgrund seines Status als sicherer Hafen vorübergehend wieder Auftrieb verleihen.

**Bessere Aussichten für den EUR**  
Dank des umfangreichen Wiederaufbaufonds der Europäischen Union (EU) sind die politischen Risiken für den EUR gesunken. Trotz eines leichten Anstiegs des Haushaltsdefizits sind die Aussenbilanzen der EU strukturell in guter Verfassung (durchschnittlicher Überschuss von 3% in den letzten fünf Jahren), insbesondere im Vergleich zu den USA. Vor dem Hintergrund der weltweiten Verschlechterung der Staatsfinanzen sind wir zudem der Ansicht, dass mit der neuen EU-Anleihe ein Instrument zur Förderung der Konvergenz innerhalb der Union geschaffen wird, und es dürften mehr sichere liquide Vermögenswerte zur Verfügung stehen. Dies könnte dem EUR ebenfalls zugutekommen. Der EUR bleibt attraktiv bewertet, und wir erwarten, dass der EUR/USD-Wechselkurs bis Ende 2021 ein Niveau von 1.25 erreichen wird.

**JPY und GBP ggü. USD unterbewertet**  
Der Ausblick für den JPY hat sich verbessert, da sich die US-Zinsen dem japanischen Zinsniveau angenähert haben und bei Betrachtung der Realzinsen sogar niedriger liegen. Der JPY bleibt gegenüber dem USD unterbewertet, obwohl der strukturelle Leistungsbilanzüberschuss und das hohe Auslandsvermögen Japans die Währung stützen. Wir rechnen mit einer leichten Aufwertung des GBP, da die fiskal- und

geldpolitische Unsicherheit abnehmen dürfte, sodass sich der Marktfokus wieder auf die günstige Bewertung des GBP vor allem gegenüber dem USD richten kann.

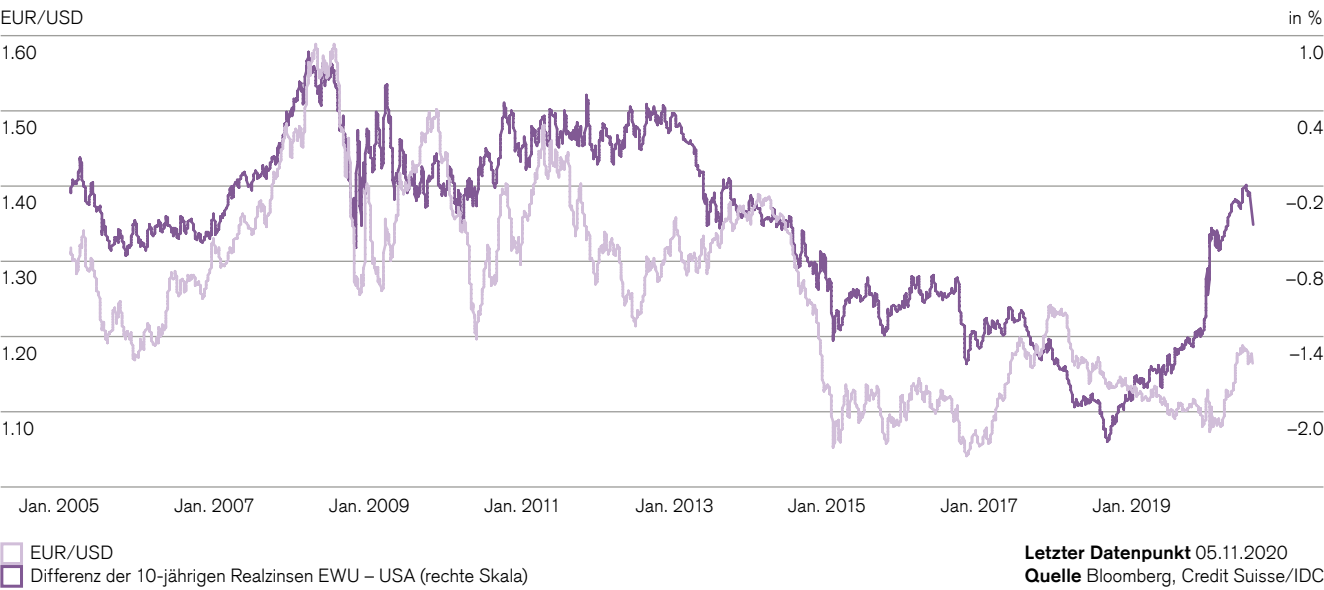
**CHF dürfte abwerten**  
Kurzfristige Unsicherheiten bezüglich der geopolitischen Lage und COVID-19 könnten den CHF bis Ende 2020 weiter stützen. Allerdings dürfte die Schweizerische Nationalbank eine Aufwertung des CHF verhindern, indem sie bei Bedarf am Devisenmarkt interveniert. Für 2021 erwarten wir, dass der CHF gegenüber dem EUR wahrscheinlich stärker an Wert verliert, da sich der Ausblick für die Weltwirtschaft aufhellt und der CHF weitgehend überbewertet ist.

**Selektiv in den Schwellenländern**  
Da sich die USD-Schwäche wahrscheinlich fortsetzen wird, dürften sich die fundamentalen Aussichten für Schwellenländerwährungen 2021 verbessern. Angesichts der noch spürbaren Auswirkungen des COVID-19-Schocks und der Unsicherheit über den Bedarf an zusätzlichen Massnahmen zur Bekämpfung des Virus glauben wir jedoch, dass die Wirtschaftstätigkeit in den Schwellenländern auf kurze Sicht verhalten bleiben wird. Zudem gehen wir davon aus, dass sich die Schwellenländer 2021 etwas stärker erholen werden als die USA. Wir rechnen mit geringerer politischer Unterstützung, da die fiskalischen Massnahmen teilweise eingestellt werden und die

Zentralbanken der Schwellenländer weniger expansiv agieren, nachdem die Inflation im 3. Quartal die Talsohle durchschritten hat. Da die Zinsen weltweit auf einem niedrigen Niveau verharren, könnten Zinserhöhungen in den Schwellenländern die Währungen dieser Länder stützen, solange diese nicht als Gefahr für die Realwirtschaft betrachtet werden. Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit einer leicht voneinander abweichenden Entwicklung der einzelnen Währungen.

In Asien dürfte sich der Leistungsbilanzüberschuss Chinas schliesslich in ein Defizit verwandeln, da im Zuge der strukturellen Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft der Schwerpunkt langfristig auf den Konsum und eine geringere Sparquote gelegt wird. Die Netto-Portfoliozuflüsse dürften jedoch 2021 weiter stark ausfallen. China bietet im Vergleich zu den Renditen globaler Kernanleihen attraktivere Zinsen. Zudem könnten auch die Aktienmärkte positive Zuflüsse verzeichnen, da sich Chinas Wirtschaft erholt und die Gewinne chinesischer Unternehmen wachsen. Insgesamt rechnen wir 2021 mit einer leichten Aufwertung des CNY und sehen USD/CNY in zwölf Monaten bei 6.32. Dies dürfte auch andere asiatische Währungen gegenüber dem USD stützen. Wir rechnen insbesondere mit einer positiven Entwicklung des KRW, da Südkorea einen starken Leistungsbilanzüberschuss aufweist und COVID-19 unter Kontrolle gebracht hat.

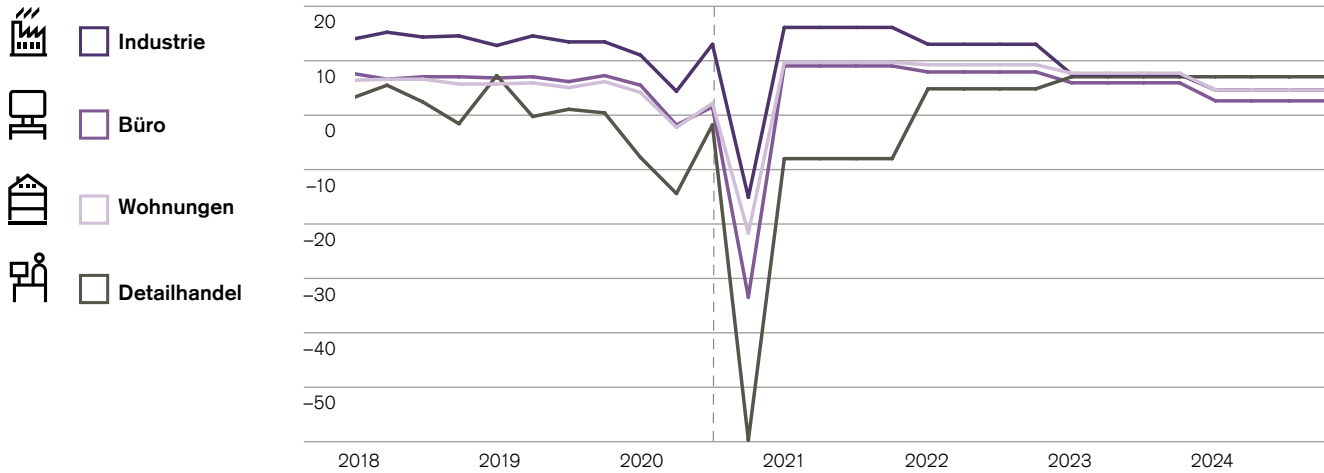
**Mehr als es scheint**  
EUR/USD spiegelt relative Realzinsen nicht vollständig wider



# Übergang zu einer Welt nach der Pandemie

Die Konjunkturerholung und das Niedrigzinsumfeld dürften Immobilienanlagen im Jahr 2021 Unterstützung bieten, auch wenn COVID-19 für bestimmte Marktsegmente eine anhaltende Herausforderung darstellt. Wir bevorzugen Sektoren, die von einem strukturellen Wachstum profitieren, wie etwa Industrie- und Logistikimmobilien.

**Outperformance des Industrie-/Logistiksektors dürfte anhalten**  
Gesamtrenditeprognosen für gewerbliche Immobiliensektoren in den USA



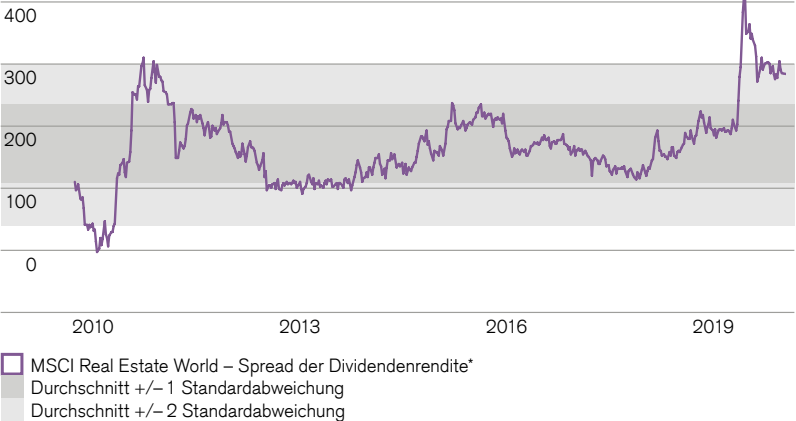
Letzter Datenpunkt 30.09.2020; Prognose: bis 31.12.2024  
Quelle Datastream, NCREIF, PMA, Credit Suisse

Das für 2021 prognostizierte Umfeld – eine anhaltende Konjunkturerholung in Verbindung mit historisch tiefen Zinsen – kommt Immobilien im Allgemeinen zugute. Da die Bewertungen börsennotierter Immobilienanlagen nach wie vor unter dem vor der COVID-19-Krise verzeichneten Niveau liegen, gehen wir davon aus, dass die Anlageklasse 2021 positive Erträge im mittleren einstelligen Bereich erzielen wird. Der Ausbruch von COVID-19 und die anschliessenden Lock-downs haben sich auf die einzelnen Segmente des Immobilienmarkts sehr unterschiedlich ausgewirkt. Das beschleunigte Wachstum des Onlinehandels und der Trend hin zum Arbeiten im Homeoffice dürften die Nachfrage nach Detailhandels- und Büroflächen auch 2021 belasten. Logistik- und Industrieimmobilien zählen dagegen dank der gestiegenen Nachfrage seitens Onlinehändlern weiter zu den grössten Nutzniessern der Krise. Zudem profitieren Betreiber von Rechenzentren und Funkmasten von einer steigenden Datennutzung, da Unternehmen ihren Mitarbeitenden ermöglichen, von zu Hause aus zu arbeiten. Daher ist eine sektorbezogene Sichtweise bei Immobilienanlagen noch wichtiger geworden.

**Präferenz für börsennotierte US-Immobilienanlagen**  
Wir ziehen derzeit börsennotierte Immobilienwerte aufgrund ihrer attraktiveren Bewertungen direkten Immobilienanlagen vor. Im börsennotierten Segment bevorzugen wir Anlagen am US-Immobilienmarkt, an dem Logistikimmobilien und Rechenzentren sowie defensive Sektoren wie Mietlager ein höheres Gewicht haben. In Grossbritannien werden börsennotierte Immobiliengesellschaften mit einem hohen Abschlag auf den Nettoinventarwert gehandelt. Die Aussichten für diesen Markt hängen jedoch letztlich davon ab, wie sich der Übergang zum Brexit gestaltet. Immobilienanlagen in der Eurozone stellen einen defensiven Markt dar. 70% des Segments entfallen auf den deutschen Wohnungsmarkt, der durch ein strukturelles Angebotsdefizit gestützt wird und von der wahrscheinlichen Aufhebung der Mietpreisbremse in Berlin im Jahr 2021 profitieren sollte. Schweizer Immobilienfonds profitieren unseres Erachtens weiterhin vom Niedrigzinsumfeld und vom hohen Exposure zum Wohnungsmarkt. Angesichts der bereits hohen Bewertungen hält sich das weitere Potenzial für Preissteigerungen im Jahr 2021 allerdings in Grenzen. Anleger können mit einer Ausschüttungsrendite von rund 2.5% rechnen.

**Direkte Immobilienanlagen: Noch nicht über den Berg**  
Während die Aktienkurse börsennotierter Immobiliengesellschaften auf Marktinformationen rasch reagieren, hinken die Bewertungen direkter Immobilienanlagen aufgrund der erforderlichen Schätzverfahren hinterher. Daher gehen wir davon aus, dass die Immobilienwerte an Direktmärkten 2021 wahrscheinlich weiter sinken werden, insbesondere in strukturell angeschlagenen Sektoren wie Büro- und Detailhandelsflächen. Wir bevorzugen Kernstrategien, die in ein diversifiziertes Portfolio aus qualitativ guten Immobilien an zentraler Lage investieren, sowie Strategien mit einem höheren Exposure gegenüber defensiveren Sektoren wie Industrie- und Wohnimmobilien. Zudem sind wir überzeugt, dass Strategien mit einem Fokus auf Nachhaltigkeit (z.B. umweltfreundliche Bautechniken) und gesellschaftliche Trends (z.B. Neugestaltung von Bürogebäuden mit einem grösseren Platzangebot für die Mitarbeitenden, Erholungsflächen usw.) langfristig profitieren werden.

**Erholung und Zinsen stützen Immobilien**  
Spread zwischen Immobilien-Dividendenrendite und Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen (in Basispunkten)



Letzter Datenpunkt 02.11.2020  
Quelle Datastream, Bloomberg, Credit Suisse

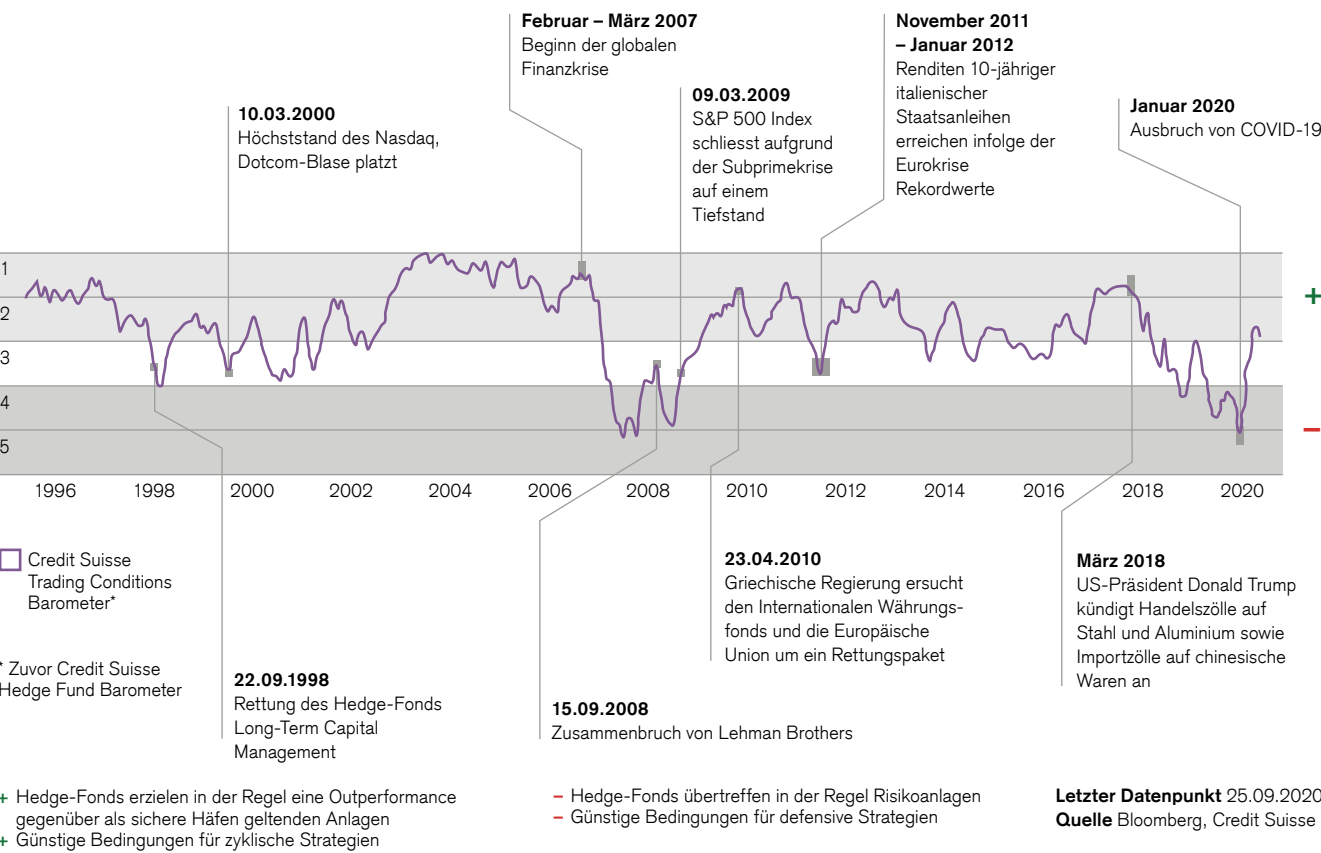
\* Spread zwischen Dividendenrendite (Projektion auf 12 Monate) auf den MSCI Real Estate World und gewichteten Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (gemäss Index-Ländergewichtungen)



# Bessere Handelsbedingungen

Wir erwarten bei Hedge-Fonds Erträge im niedrigen einstelligen Bereich mit einer ähnlichen Volatilität wie bei Investment-Grade-Anleihen aus den USA und aus Grossbritannien. Daher halten wir Hedge-Fonds für eine geeignete Alternative zur Stabilisierung von Portfolios. Obwohl sich die Handelsbedingungen für Hedge-Fonds 2021 verbessern dürften, kommt der Due Diligence nach wie vor eine entscheidende Bedeutung zu.

**Credit Suisse Trading Conditions Barometer\* legt Verbesserung der Marktbedingungen gegenüber 2020 nahe**  
Scorecard auf der Basis von Einkaufsmanagerindizes, Liquiditätsbedingungen, Volatilität und systemischen Risiken



Die meisten Hedge-Fonds-Indizes verzeichneten nur knapp ein Drittel der Verluste, welche die Aktienmärkte während der COVID-19-bedingten Verkaufswelle im 1. Quartal 2020 verkraften mussten. Die Performance-Unterschiede zwischen den Managern nahmen während der Krise deutlich zu. Wachstums- und liquiditäts-sensitive Strategien litten unter der gestörten Funktionsfähigkeit der Märkte infolge der deutlichen Verschlechterung der Marktliquidität. Dagegen konnten defensive Strategien ihre Verluste auf den niedrigen einstelligen Bereich begrenzen. Die Partizipation an der anschliessenden Markterholung entsprach den historischen Trends. Insgesamt wurden Hedge-Fonds ihrer Rolle als Portfolio-Stabilisatoren gerecht und erzielten in den ersten neun Monaten 2020 eine leicht positive Performance. Die Erträge von Hedge-Fonds sind in den letzten Jahren zwar gesunken, wir erwarten aber, dass sie sich dank der anhaltenden Konjunkturerholung und der zunehmend besseren Handelsbedingungen im niedrigen einstelligen Bereich stabilisieren. Vor allem aber glauben wir, dass Hedge-Fonds eine ähnliche Volatilität aufweisen wie Investment-Grade-Anleihen aus den

USA oder aus Grossbritannien. Somit sind sie eine geeignete Alternative, wenn es darum geht, Risiko und Ertrag bei Multi-Asset-Portfolios ins Gleichgewicht zu bringen. Dagegen sind bei Staatsanleihen negative Gesamterträge zu erwarten, und andere Möglichkeiten zur Verbesserung der Portfoliostabilität sind entweder weniger liquide oder ihre Umsetzung ist für Privatanleger zu komplex.

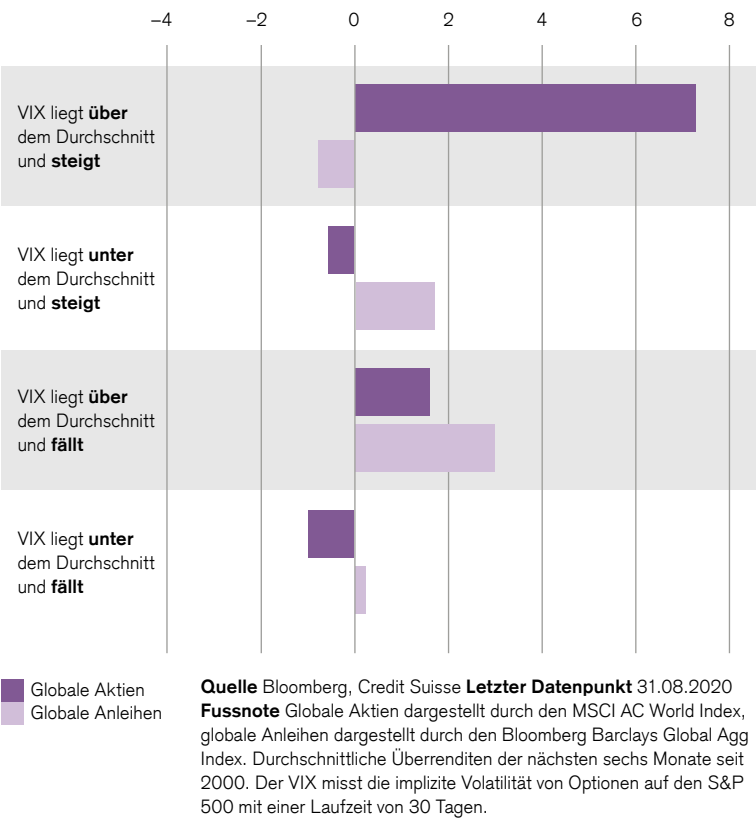
### Günstiges Umfeld 2021

Hedge-Fonds werden das Jahr 2021 unter günstigeren Bedingungen beginnen als 2020. Erstens hat die COVID-19-Krise die Aussichten für mehrere Sektoren grundlegend verändert. Zweitens rechnen wir mit einer anhaltend hohen Marktvolatilität mit erhöhten Handelsspannen, was taktisch orientierten Hedge-Fonds mit kompetenten Managern ermöglichen dürfte, ihre Erträge zu steigern. Darüber hinaus können Relative-Value-Strategien von einem höheren Carry an nichttraditionellen, aber grundsätzlich stabilen Märkten profitieren, etwa den Märkten für hypotheckenbesicherte Wertpapiere oder Konsumkredite. Die Wertpapierkäufe der Zentralbanken dürften das reibungslose Funktionieren der Märkte gewährleisten und dadurch die Liquiditätsrisiken verringern.

Unserer Ansicht nach bietet ein nach Anlagestilen diversifizierter Korb aus sorgfältig ausgewählten Hedge-Fonds ein ausgewogenes Verhältnis zwischen erwartetem Ertrag und Risiko. Die Konjunkturerholung und das verbesserte Chancenspektrum nach dem COVID-19-Schock sorgen dabei für Unterstützung. Angesichts der hohen Performance-Unterschiede zwischen den verschiedenen Managern und Strategien ist eine individuelle Due Diligence von entscheidender Bedeutung.

Nachhaltigkeit und die Einhaltung von ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales und Governance) werden für die Auswahl von Wertpapieren und die Performance immer wichtiger. Manager mit einem soliden Rahmenkonzept für das ESG-Screening schneiden daher möglicherweise besser ab. Ein Dachfonds-Ansatz dürfte risikoaversen Anlegern den Aufbau eines diversifizierten und stabilen Portfolios erlauben. Anlegern mit höherer Risikotoleranz empfiehlt sich auch ein gezielterer Ansatz mit Allokationen bei den Managern mit der besten Performancebilanz, um die Ertragsaussichten zu verbessern.

**Hedge-Fonds schneiden in einem unsicheren Konjunkturmilieu in der Regel besser ab**  
Überschusserträge von Hedge-Fonds ggü. Aktien und Anleihen (in %)

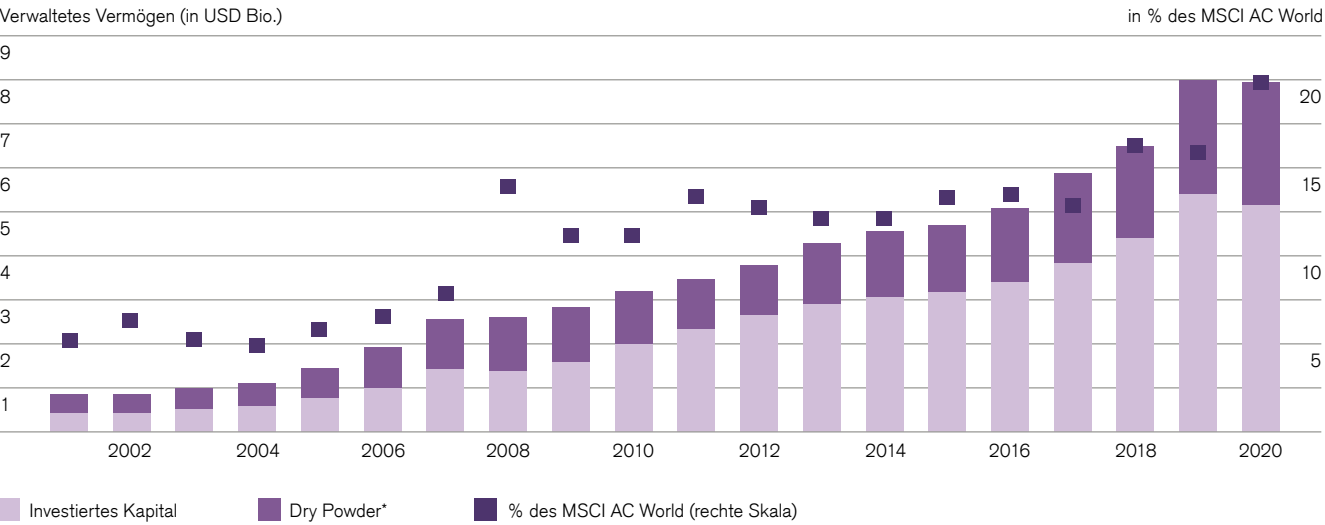


# Langfristige Vorteile

Geduldigen Private-Equity-Anlegern mit Zugang zu den besten Managern der Anlageklasse dürfte es gelingen, attraktive Überschusserträge gegenüber den öffentlichen Märkten zu erzielen. Da Private Equity ein langfristiges Engagement erfordert, ist ein massvoller Ansatz mit gut diversifizierten Anlagen über den gesamten Zyklus hinweg von hoher Bedeutung. Eine solide Due Diligence und der Zugang zu Spitzenmanagern mit nachweislich hervorragenden Ergebnissen sind entscheidende Erfolgsfaktoren.

## Hohe Nachfrage: Beliebtheit von Private Equity verschärft Wettbewerb um Transaktionen

Verwaltetes Private-Equity-Vermögen



\* Dry Powder: zugesagtes, aber noch nicht investiertes Kapital

**Letzter Datenpunkt** 31.03.2020  
**Quelle** Preqin, Credit Suisse

Der COVID-19-Schock liess die Private-Equity-Anlagetätigkeit zunächst einbrechen. Da in traditionellen Sektoren starke Verwerfungen und Anreize für Innovation entstanden, nahm das Aufwärtspotenzial für Venturecapital und Anlagen bei Wachstumsunternehmen jedoch zu. Zudem stand Private-Equity-Anlagevehikeln für notleidende Unternehmen infolge der Krise eine breitere Palette von Sektoren zur Auswahl, da zuvor gesunde Unternehmen in Bereichen wie Reisen, Gastronomie und Freizeit einen drastischen Rückgang ihrer Cashflows erlitten. Darüber hinaus dürfte die Neugewichtung der Portfolios nach dem COVID-19-Schock Anlagemöglichkeiten am Sekundärmarkt für Private Equity (bei sogenannten Secondaries) eröffnen, die Fonds bisher nicht zugänglich waren. Traditionelle Bewertungskennzahlen für Private Equity deuten auf eine gewisse Verbesserung des Preisniveaus von Private-Equity-Transaktionen hin, auch im Vergleich zu den öffentlichen Märkten. Insgesamt sollte dies die erwarteten langfristigen Überschusserträge von Private Equity gegenüber den öffentlichen Märkten stützen, sodass sich die langfristige Bindung der Anlagegelder auszahlt.

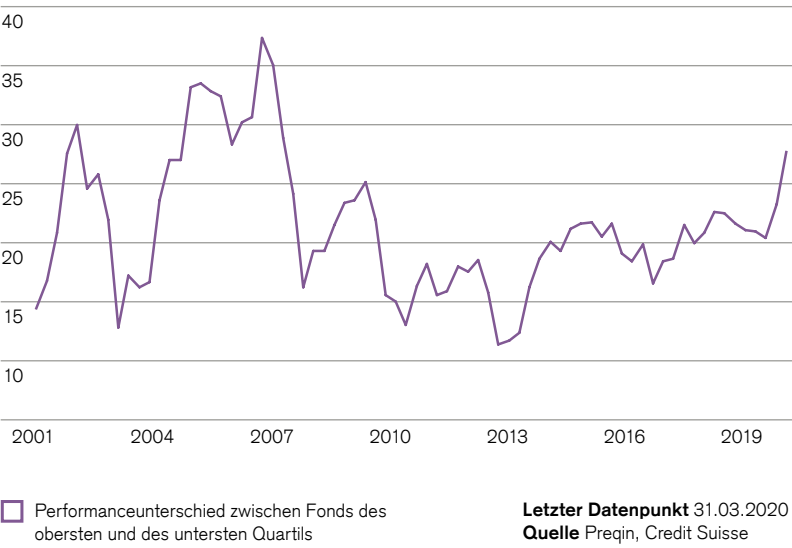
**Verschuldung nimmt zu**  
Während der COVID-19-Krise nutzten Private-Equity-Unternehmen zunehmend günstige Kredite für Liquiditäts- und Anlagezwecke. Nach Angaben von Preqin, einem Datenanbieter für alternative Anlagen, stieg der finanzielle Hebel bei neuen Buy-out-

Transaktionen drastisch an. Diese Entwicklung sollte zwar im Auge behalten werden, stellt jedoch unserer Einschätzung nach für die Branche noch kein Problem dar. Dafür sehen wir drei Gründe. Erstens entfällt im Gegensatz zur Entwicklung vor der Finanzkrise 2008 der Grossteil des verwendeten Fremdkapitals auf vorrangige Verbindlichkeiten. Zweitens verfügt die Branche über mehr Erfahrung im Risiko- und Liquiditätsmanagement, da ein wachsender Anteil des Kapitals von etablierten Managern gehalten wird, was sich in der geringeren Volatilität der Erträge widerspiegelt. Drittens machen Buy-outs, die Private-Equity-Strategie mit dem derzeit höchsten Verschuldungsgrad, etwa 27% des an privaten Märkten verwalteten Vermögens aus (2008/2009 waren es 40%). Zudem lässt der aktuelle Middle Market Lender Outlook von Refinitiv LPC eine konservativere Haltung der Kreditgeber erkennen. Daher halten wir das Risiko eines übermässigen Fremdkapitaleinsatzes für überschaubar.

**Erfolgsbilanz zählt**  
Die COVID-19-Krise hat die Bedenken der Anleger hinsichtlich Private Equity vorübergehend verstärkt, die Nachfrage nach der Anlageklasse ist jedoch ungebrochen. Nach dem Schock erlaubten die US-Aufsichtsbehörden amerikanischen Pensionsfonds, in Buy-out-Firmen zu investieren. Gleichzeitig erhielten Banken die Erlaubnis, Anteile an Venturecapital-Fonds zu halten. Die zunehmende Beliebtheit von Private Equity führt zu mehr Transparenz und verschärft den Wettbewerb um Transaktionen. Wir glauben, dass Private-Equity-Manager mit einem soliden Leistungsausweis, Deal Sourcing und Kundenstamm auch künftig besser abschneiden dürften als der Gesamtmarkt. Aus unserer Sicht sollten Privatanleger langfristig ein Private-Equity-Engagement mit breiter Diversifizierung nach Managern, Strategien, Auflagejahren und Regionen anstreben, um Überschusserträge gegenüber börsennotierten Aktien zu erzielen. Hervorzuheben ist auch das Impact Investing, da die Private-Equity-Branche gut aufgestellt ist, um langfristige Einschätzungen zu Themen wie Klimawandel und Bildung mit diversifizierten Anlagen umzusetzen und gleichzeitig den Wert aktiv zu steigern.

## Nicht alle Private-Equity-Fonds sind gleich

Performanceunterschied zwischen Private-Equity-Fonds des obersten und des untersten Quartils (gegenüber dem Vorjahr, in %)





# Neuausrichtung des Marktes hält an

An den Rohstoffmärkten verlief das Jahr 2020 bisher turbulent. Während der Goldpreis neue Allzeithöchststände erreichte, durchschritten die zyklischen Marktsegmente den Tiefpunkt einer schweren Krise, von der sie sich bei Redaktionsschluss noch erholen. Für 2021 erwarten wir, dass das Umfeld für Sachwerte und insbesondere für Rohstoffe günstig bleibt.

Die anhaltende Konjunkturerholung dürfte die Nachfrage nach physischen Rohstoffen 2021 ankurbeln. Zudem könnte eine extreme Geld- und Fiskalpolitik letztlich zu höheren Inflationserwartungen führen und den USD belasten, was Rohstoffe insgesamt unterstützen würde. Wir bevorzugen ein diversifiziertes Engagement, das zyklische Segmente, d.h. Energie und Basismetalle, ebenso einschliesst wie Edelmetalle, da die Risikostimmung im Laufe der Zeit erheblich schwanken könnte.

“ Wir wären nicht überrascht, wenn der Goldpreis neue Allzeithöchststände erreichte.

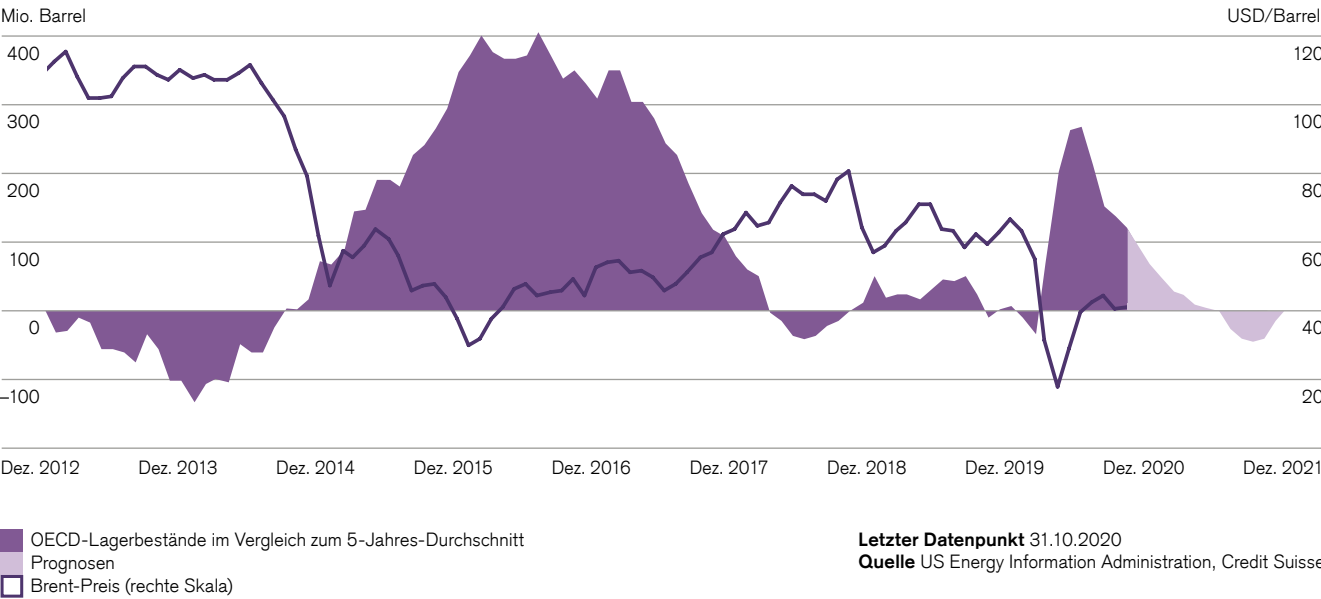
**Öl: Nachfrage übertrifft Angebot**  
Die Nachfrage nach Erdöl und den meisten anderen Rohstoffen hat sich noch nicht vollständig erholt und dürfte auch 2021 unter den vor COVID-19 verzeichneten Niveaus verharren. Die Krise hat jedoch zu erheblichen Investitionsdefiziten geführt, da neue Projekte verschoben oder sogar ganz gestrichen wurden, sodass das Angebot stärker beschränkt ist als die Nachfrage. Die hohen Lagerbestände, die sich in der akuten Phase des Konjunkturschocks angesammelt haben, dürften daher auf ein normales Niveau sinken. Dies dürfte letztlich steigende Spot-Preise und einen flacheren Verlauf der Terminkurven nach sich ziehen.

Insbesondere der Ölpreis hat aus unserer Sicht noch Spielraum nach oben und könnte das Gleichgewichtsniveau (das wir bei rund USD 50 je Barrel sehen) möglicherweise übersteigen. Die Normalisierung der Ölvorräte hat bereits begonnen, braucht jedoch ihre Zeit. Eine wichtige Voraussetzung für diese positive Einschätzung des Energiesektors ist allerdings, dass die Mitglieder der Organisation der erdöl-exportierenden Länder und ihre Verbündeten (OPEC+) die zugesagten Förderkürzungen weiterhin einhalten. Gleichzeitig würde es uns nicht überraschen, wenn der Goldpreis neue Allzeithöchststände erreichte – vor allem dann, wenn die realen US-Renditen noch tiefer in den negativen Bereich abrutschen.

**Die Inflation im Blick behalten**  
Der Inflationsdruck fällt zwar nach wie vor verhalten aus und stellt kurzfristig kein grösseres Problem dar. Angesichts der aktuellen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen und der steigenden Schuldenlast verdient die Debatte über das Inflationsrisiko jedoch eine gewisse Aufmerksamkeit. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass sich ein Korb aus breit diversifizierten Rohstoffanlagen, darunter Gold, in der Vergangenheit als guter Inflationsschutz bewährt hat. Um sich wirksam abzusichern, sollten Anleger Engagements mit Bezug zu Faktoren halten, welche die Inflation ankurbeln, darunter die Preise von Energie und Agrarrohstoffen. Gold hingegen reagiert positiv auf ein höheres Preisniveau, wenn die Zentralbankmassnahmen nach Einschätzung der Marktteilnehmer zu einem Überschreiten des Inflationsziels führen.

**Welche Risiken bestehen**  
Das Hauptrisiko für eine positive Einschätzung des Rohstoffmarkts wäre ein Wachstums-umfeld, das deutlich hinter den Erwartungen zurückbleibt. Dies käme beispielsweise dann zum Tragen, wenn ein negativer Verlauf der COVID-19-Pandemie neuerliche Lockdowns zur Folge hat. Dagegen würde die rasche Entwicklung eines Impfstoffs die Rückkehr zum Gleichgewicht beschleunigen. Handelskonflikte und Zölle können die Wirtschaftsaktivität und die Rohstoffnachfrage – wie es 2019 der Fall war – ebenfalls belasten.

Nach dem Sturm: Die Ölbestände dürften sich normalisieren



# Wandel vorantreiben

Die globale COVID-19-Pandemie hat die Relevanz unserer Supertrends untermauert.

Für viele von uns hat die COVID-19-Pandemie das Sozialleben fast zum Stillstand gebracht und damit unsere Lebens-, Arbeits- und Lerngewohnheiten grundlegend verändert. Die Regierungen stehen daher vor der grossen Herausforderung, angemessen auf diese wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Trends zu reagieren. Wir halten unser langfristiges thematisches Supertrends-Rahmenwerk für gut aufgestellt, um von vielen dieser bevorstehenden Veränderungen zu profitieren. Wir gehen sogar davon aus, dass die Entwicklungen des Jahres 2020 kein vorübergehendes Phänomen darstellen, sondern viele unserer Themen beflügeln werden. Jeder unserer Supertrends hat sich in diesem schwierigen Umfeld als solide positioniert erwiesen.

## Richtungsweisend

Mit Blick auf unseren Supertrend «Besorgte Gesellschaften – integrativer Kapitalismus» ist beispielsweise festzustellen, dass die Frustration der Bevölkerung inzwischen überwiegend Belange im Inland, allen voran Ungleichheiten, betrifft und den Fokus weniger auf wahrgenommene Bedrohungen von aussen oder einen stärkeren Protektionismus legt. Gleichwohl hat die Coronavirus-Pandemie aufgezeigt, dass die echten Gefahren globaler Natur sind und multilaterale Zusammenarbeit sowie persönlichen Schutz erfordern. Die Subthemen «Erschwinglichkeit», «Arbeitsplatzsicherheit» und «persönliche Sicherheit» spiegeln die derzeitigen Herausforderungen für die Regierungen sowie die Chancen für den privaten Sektor perfekt wider.

Angesichts der drohenden globalen Infrastrukturlücke, die sich Schätzungen zufolge bis 2040 auf insgesamt USD 15 Bio. belaufen wird, lancierten wir 2017 unseren Supertrend «Infrastruktur – Lücken schliessen». Verschiedene Konjunkturpakete, die während des wirtschaftlichen Lockdowns angekündigt wurden, zielen auf Infrastrukturinvestitionen ab. Dazu zählt auch der Wiederaufbauplan der Europäischen Union im Umfang von EUR 750 Mrd., der Ausgaben zur Beschleunigung des ökologischen und digitalen Wandels in Europa vorsieht. Unserer Ansicht nach könnte die Pandemie daher eher einen Anstieg als einen Aufschub von Investitionen auslösen.

Unser Supertrend «Technologie im Dienste der Menschheit» ist besonders gut aufgestellt, da er die rasche Anpassungsfähigkeit in Bezug auf unsere Lebens- und Arbeitsweise ermöglicht, die in der COVID-19-Ära gefordert wird. Die Quarantänemassnahmen während der Pandemie haben unter anderem die Nachfrage nach Onlinehandel, Cloud-Infrastruktur, Online-Medienkonsum und Dienstleistungen der künstlichen Intelligenz nicht nur vorübergehend, sondern dauerhaft gesteigert. Dadurch haben alle bestehenden Subthemen weiter an Bedeutung gewonnen. Digitalisierung, Automatisierung und Konnektivität werden auch in den kommenden Jahren sehr wichtige Themen bleiben, nachdem Trends wie das Arbeiten im Homeoffice, Telemedizin, Onlineshopping, bargeldloses Bezahlen, Heimunterricht und Home-Entertainment 2020 ein Rekordwachstum der Nutzer- und Umsatzzahlen verzeichnet haben.

Die Coronavirus-Pandemie hat auch ältere Menschen ins Rampenlicht gerückt, da diese Bevölkerungsgruppe durch COVID-19 besonders gefährdet ist. Durch den Wettlauf um einen wirksamen Impfstoff steht der Pharmasektor im Fokus, was die Relevanz unseres Supertrends «Silver Economy – in den demografischen Wandel investieren» zusätzlich untermauert. So wie das Subthema «Therapeutik und Geräte» hat während der Pandemie auch das Subthema «Pflege und Einrichtungen» an Bedeutung gewonnen, da die COVID-19-Krise verdeutlicht hat, wie wichtig es ist, die Zahl der Spitäler und Senioreneinrichtungen in den kommenden Jahren zu erhöhen.

## Nachhaltigkeit: Im Mittelpunkt gesellschaftlicher Trends

Am anderen Ende des demografischen Spektrums geht es den Millennials vor allem um Technologie und Nachhaltigkeit. Neue Lernmethoden in Form von Heimunterricht und der weiter wachsende Konsum von Abonnementdiensten wie Netflix, Spotify und anderen Anbietern gehörten während der Pandemie zu den zentralen Trends. Darüber hinaus liegt der Fokus dieses Supertrends seit seiner Einführung auf Nachhaltigkeit. Da Umweltfragen ebenso wie gesellschaftliche und Governance-Belange für Millennials von hoher Bedeutung sind, wählen wir Einzelaktien in einem strikten Screening-Verfahren nach ESG-Faktoren (Umwelt, Soziales und Governance) aus.



Die Altersgruppen der Millennials und der Generation Z fordern und fördern seit geraumer Zeit eine nachhaltigere Art und Weise der Unternehmensführung. Dies ging sogar so weit, dass unseres Erachtens ein Wendepunkt im Hinblick auf die Reaktion der breiteren Gesellschaft, einschliesslich der Politik, der Konsumenten und der Unternehmen, auf den Klimawandel erreicht worden war. Aus diesem Grund haben wir im Jahr 2020 einen neuen, sechsten Supertrend lanciert: «Klimawandel – hin zu einer treibhausgasfreien Wirtschaft». Treibhausgasemissionen tragen wesentlich zur Erderwärmung bei, und Experten gehen davon aus, dass mit zunehmender Erwärmung ein deutlicher Anstieg der Häufigkeit schwerer Überschwemmungen, Dürren, Brände und Stürme einhergeht. Im Rahmen des Übereinkommens von Paris aus dem Jahr 2015 einigten sich zahlreiche Länder darauf, dass die Emissionen «so schnell wie möglich ihren Zenit überschreiten müssen», und versprochen, Reduzierungsmassnahmen zu ergreifen, um zwischen 2050 und 2100 Klimaneutralität (Verhältnis zwischen Emissionen und Reduzierungen) zu erreichen.

Unseres Erachtens spricht vieles für eine Anlage in Unternehmen, die am effektivsten zum Übergang zu einer weniger CO<sub>2</sub>-intensiven Weltwirtschaft beitragen. Der jüngste, durch den COVID-19-Ausbruch ausgelöste wirtschaftliche «Shutdown» hat die Treibhausgasemissionen in einigen Regionen wesentlich reduziert, was ein klares Bild für die mögliche Entwicklung in der Zukunft zeichnet. Unser Supertrend «Klimawandel – hin zu einer treibhausgasfreien Wirtschaft» legt den Fokus in erster Linie auf die Sektoren Stromerzeugung und fossile Energiequellen, Verkehr sowie Landwirtschaft und Nahrung, da hierauf der Grossteil der vom Menschen verursachten CO<sub>2</sub>-Emissionen entfällt.

**Alpha-Generierung**

Die Supertrends der Credit Suisse konzentrieren sich auf langfristige gesellschaftliche Trends für Anleger mit einem mehrjährigen Anlagehorizont. Unsere Aktienanalysten haben wesentliche Trends identifiziert. Zudem profitiert die Aktienauswahl von ihrem fundierten Fachwissen im jeweiligen Sektor und ihren Kenntnissen in Bezug auf die analysierten Unternehmen. Da unser Rahmenkonzept für thematische Aktienanlagen aus einem massgeschneiderten Baukastensystem besteht, spielt die aktive Titelauswahl eine entscheidende Rolle.

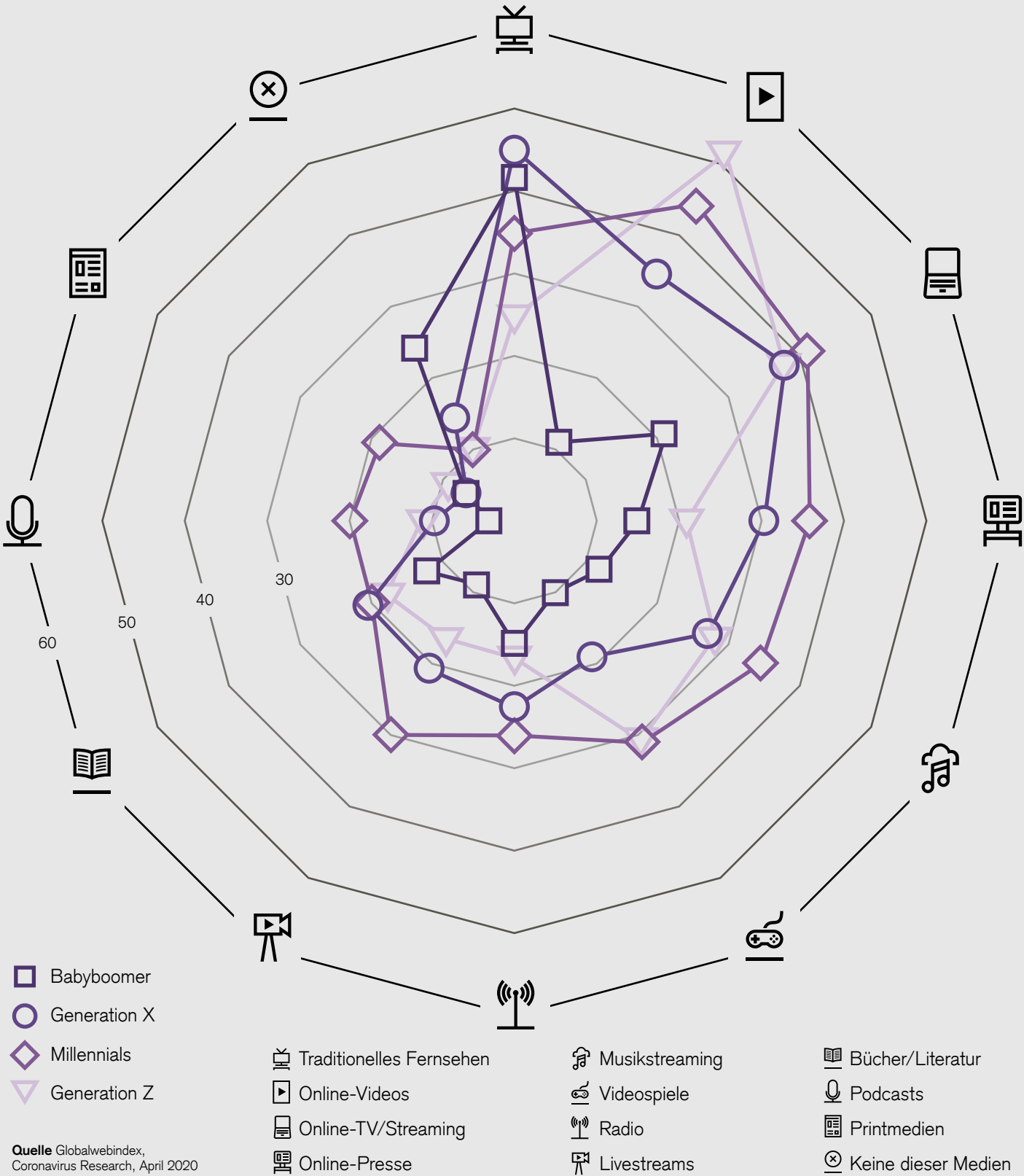
Mit etwa 25 bis 40 Einzelaktien pro Supertrend bietet unser Ansatz ein gutes Mass an Diversifizierung. Oberstes Ziel dabei ist, durch eine fundierte Bottom-up-Analyse einzelner Aktien langfristig ein hohes Alpha zu generieren. Zudem sorgt die thematische Ausrichtung der Supertrends für eine klare Abgrenzung zu den breiteren Aktienmarktindizes. Wir stellen überdies sicher, dass jeder Supertrend eine sinnvolle Kombination aus zyklischen und defensiven Unternehmen beinhaltet. Dabei wenden wir eine Barbell-ähnliche Strategie an, die Indexschwergewichte sowie ausgewählte, spezialisierte Small-Cap-Unternehmen umfasst. Vor diesem Hintergrund haben Diversifizierung und Risikomanagement beim Aufbau unserer Supertrends oberste Priorität. Ziel ist es, Anleger gegen idiosynkratische Ereignisse bei einzelnen Unternehmen oder vorübergehende Belastungen für eine Branche, Region oder Währung abzusichern.



Mehr erfahren:  
[credit-suisse.com/supertrends](https://credit-suisse.com/supertrends)

# Veränderter Medienkonsum während der Pandemie

Prozentsatz der Menschen, die angaben, dass sie seit Ausbruch von COVID-19 die folgenden Medienkanäle zu nutzen begonnen haben oder verstärkt nutzen.



# Anlage- strategie 2021





# Wo finden sich Renditen?

**Der radikale Schwenk der US-Notenbank (Fed) – vom Ziel einer Normalisierung der Zinsen zur Ankündigung, das Zinsniveau werde noch jahrelang nahe null liegen – illustriert am besten das neue Paradigma der Geldpolitik, das für die Entwicklung von Anlagestrategien relevant ist. Was sollten Anleger beachten? Wir analysieren die wichtigsten Aspekte.**



Solange die Inflation innerhalb der Komfortzone der Zentralbanken bleibt, werden die politischen Entscheidungsträger «alles Notwendige tun», um eine Krise zu vermeiden – getreu dem berühmten Ausspruch des ehemaligen Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Mario Draghi. Die entschiedenen geldpolitischen Reaktionen auf die COVID-19-Pandemie haben diese Entschlossenheit bestätigt. Daher sind wir der Ansicht, dass die Wahrscheinlichkeit für eine unmittelbar bevorstehende Krise, ausgelöst durch Deflationsrisiken oder eine kurzfristige Überhitzung der Wirtschaft, deutlich abgenommen hat. Was die Gefahr einer Überhitzung betrifft, so dürfte die Inflation den Märkten in nächster Zeit kaum Sorgen bereiten. Nicht zuletzt, da die Fed signalisiert hat, sie werde im Zuge ihres neuen geldpolitischen Rahmens toleranter reagieren, falls die Inflation den angestrebten Zielwert übersteigt. Die politischen Verantwortlichen in den westlichen Ländern dürften ein Überschreiten des Inflationsziels bevorzugen, da ihnen dies unter anderem erleichtern würde, die steigenden Staatsschulden zu bewältigen.

## An Aktien führt kein Weg vorbei

Mit Blick auf dieses politische Umfeld sollten Anleger unbedingt sicherstellen, dass ihre Portfolios ein ausreichendes Exposure gegenüber Sachwerten aufweisen. Denn letztlich bieten erstklassige nominale Anlagen nur sehr geringe – in den meisten Fällen negative – reale Erträge, nachdem die Zentralbanken die Renditen auf ein niedriges Niveau gedrückt haben. Da die Zentralbanken weiterhin nach Möglichkeiten Ausschau halten, die Risiken einzudämmen, könnten die Risikoaversion und somit die Aktienrisikoprämie durchaus weiter sinken, wodurch die Performance mittelfristig angekurbelt werden dürfte. Im Zuge der weiteren Stabilisierung der Volkswirtschaften nach dem pandemiebedingten Schock sollten Anleger, die ihr reales Vermögen erhalten und ihre langfristigen Verpflichtungen erfüllen wollen, in Erwägung ziehen, ihre Portfolios zu einem Grossteil in Aktien anzulegen.

## Portfolio-Airbags

Die niedrigen Anleihenrenditen und die sinkende Renditevolatilität werfen die Frage auf, ob Staatsanleihen noch ein attraktives Instrument darstellen, mit dem sich starke zyklische – d.h. aktienbezogene – Risiken in den Portfolios diversifizieren lassen. Sollten Anleihen angesichts ihrer trüben Ertragsaussichten in Multi-Asset-Portfolios weiterhin eine Rolle spielen? Die Fed hat die Erwartung gedämpft, dass ihr Leitzins negatives Terrain erreichen könnte. Sollte sich jedoch eine Deflation abzeichnen, halten wir alle Optionen für denkbar, auch eine Verringerung der Renditen auf ein stark negatives Niveau, was die Kurse weiter in die Höhe treiben würde. Daher halten wir es nach wie vor für sinnvoll, einen gewissen Anteil eines Multi-Asset-Portfolios in Staatsanleihen zu investieren. Anleger, denen eine hohe Inflation grössere Sorgen bereitet, sollten eine umfassendere Allokation in inflationsindexierten oder realen Staatsanleihen in Betracht ziehen.

Wir sind jedoch der Meinung, dass Anleger auch nach alternativen Möglichkeiten Ausschau halten sollten, Risikopositionen in Multi-Asset-Portfolios anzupassen. Dies gilt vor allem dann, wenn sie das Aktienengagement erhöhen, um die Ertragsaussichten zu verbessern. Zusätzlichen Schutz bieten beispielsweise Absicherungsstrategien an den Derivatemarkten, die aktiv verwaltet werden sollten, da sich ihre Kosten und der

Absicherungsbedarf im Laufe der Zeit ändern. Eine weitere Möglichkeit, den Schutz zu erhöhen, ist die Eröffnung von Marktpositionen, die bei Einbrüchen an den Aktienmärkten voraussichtlich eine stark positive Performance erzielen und ansonsten seitwärts tendieren oder geringe Erträge erwirtschaften. Auch diese Form der Absicherung erfordert ein aktives Management, kann jedoch unserer Erfahrung nach dazu beitragen, drastische Kursrückgänge an den Aktienmärkten abzufedern.

## Diversifizierung von Portfolios

Die Ergänzung des Portfolios um weitere Anlageklassen bietet nach wie vor eine Möglichkeit, Risiko und Ertrag besser in Einklang zu bringen. Angesichts der niedrigen Zinsen und der laufenden Konjunkturerholung dürften Immobilien weiterhin attraktive Erträge generieren, zumal sie eine einkommensorientiertere Komponente bieten. Die Allokation eines Teils der Aktienanlagen an privaten Märkten kann die längerfristigen Ertragsaussichten ebenfalls verbessern. Auch Anlagen mit Bezug zu längerfristigen Themen, wie wir sie im Rahmen unserer Supertrends identifizieren, können das längerfristige Ertragsprofil von Portfolios optimieren.

## Weitere Verbesserung der Ertragsaussichten

In diesem Zusammenhang halten wir Anlagen nach ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales und Governance) für einen wichtigen Trend. Durch ESG-Anlagen können Anleger Portfolios direkt auf Projekte ausrichten, die Nachhaltigkeit und guter Unternehmensführung Priorität einräumen – Aspekte, die aus unserer Sicht auch für die Nachhaltigkeit der Performance von Bedeutung sind. In Fixed-Income-Portfolios ist der Aufbau von Kreditexposure eine Möglichkeit, mit Blick auf den Vermögenserhalt die Ertragsaussichten zu verbessern. Die Kreditspreads bewegen sich noch immer leicht oberhalb der vor der Krise verzeichneten Niveaus und lassen daher insgesamt attraktive Erträge erwarten. Der Schwerpunkt auf bonitätsstarke Marktsegmente erscheint nach wie vor gerechtfertigt, da die Folgen der Pandemie im ersten Halbjahr 2021 zu steigenden Ausfallraten in den Segmenten mit geringerer Kreditqualität führen dürften.

# Prognosen

Wir gehen für 2021 von einem globalen Wirtschaftswachstum von 4.1% aus, da sich die Nachfrage nach der Rezession 2020 weiter erholt. Weil die Zinsen in allen wichtigen Industrieländern auf oder unter null verharren dürften, ist an den Aktienmärkten weiterhin mit attraktiven Erträgen zu rechnen. Im Fixed-Income-Segment sind bei Kern-Staatsanleihen allenfalls niedrige Erträge zu erwarten, wohingegen ein Kreditexposure weiterhin Gelegenheiten zur Ertragssteigerung bietet.

BIP- und Inflationsprognosen

Reales BIP, in % gegenüber dem Vorjahr				Inflation, jährl. Durchschnitt in % gegenüber dem Vorjahr			
	2019	2020E*	2021E*		2019	2020E*	2021E*
Global	2.6	-3.7	4.1	Global	2.5	1.8	2.3
USA	2.2	-3.6	4.2	USA	1.8	1.2	2.0
Kanada	1.5	-5.2	6.0	Kanada	2.0	0.6	1.3
Eurozone	1.3	-7.6	4.6	Eurozone	1.2	0.3	1.0
Deutschland	0.6	-6.0	4.0	Deutschland	1.4	0.4	1.4
Italien	0.3	-9.1	5.1	Italien	0.6	-0.2	0.5
Frankreich	1.5	-9.4	6.5	Frankreich	1.3	0.5	0.7
Spanien	2.0	-11.7	5.7	Spanien	0.8	-0.2	0.8
Grossbritannien	1.3	-11.8	4.5	Grossbritannien	1.8	0.9	1.4
Schweiz	1.1	-4.0	3.5	Schweiz	0.4	-0.7	0.3
Japan	0.7	-5.0	1.5	Japan	0.6	-0.2	0.1
Australien	2.0	-6.0	5.0	Australien	1.7	0.4	1.5
China	6.1	2.2	7.1	China	2.9	2.7	2.5
Indien (Geschäftsjahr)	6.8	4.2	-9.0	Indien (Geschäftsjahr)	3.4	4.7	5.7
Brasilien	1.2	-4.8	4.1	Brasilien	3.7	3.0	3.7
Russland	1.3	-4.0	2.7	Russland	4.4	3.3	3.6

\* E: Schätzung

**Letzter Datenpunkt** 13.11.2020  
**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.

“ Die Inflation dürfte so bald keinen Sorgenpunkt für die Märkte darstellen.

Performance / Finanzmarktprognosen

	Performance seit Jahresbeginn 2020 12. November 2020	Erwarteter Gesamtertrag 2021		Performance seit Jahresbeginn 2020 12. November 2020	Erwarteter Gesamtertrag 2021
Aktien*			Kreditmärkte		
US-Aktien	13.07%	7.40%	Globale Investment-Grade-Anleihen**	6.06%	3.50%
Eurozoneaktien	-4.85%	9.10%	Globale High-Yield-Anleihen**	3.70%	4.40%
Schweizer Aktien	1.04%	7.10%	Schwellenländeranleihen in Hartwährung***	2.20%	4.40%
Britische Aktien	-14.80%	8.40%			
Japanische Aktien	3.54%	6.80%			
Schwellenländeraktien	10.79%	8.90%			

Renditen 10-j. Staatsanleihen	Schlussstand 12. November 2020	Prognose Ende 2021	Währungen und Rohstoffe	Schlussstand 12. November 2020	Prognose Ende 2021
USA	0.93%	1.30%	EUR/USD	1.18	1.25
Deutschland	-0.51%	-0.30%	USD/CHF	0.92	0.88
Schweiz	-0.43%	-0.30%	EUR/CHF	1.08	1.10
			USD/JPY	105	100
			GBP/USD	1.32	1.35
			USD/CNY	6.62	6.32
			Gold (USD/oz)	1870	2200
			WTI (USD/bbl)	42	52

\* Performance und erwartete Erträge stellen den Gesamtertrag inklusive Dividenden dar. Die Märkte beziehen sich auf regionale und Länderindizes von MSCI in Lokalwährung. Die Wertentwicklung dieser Indizes für den Zeitraum vom 12.11.2015 bis 12.11.2020 ist nachfolgend in chronologischer Reihenfolge aufgeführt: MSCI USA: 7.8%, 21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%. MSCI EMU: -4.8%, 24.2%, -6.9%, 17.1%, -4%. MSCI Switzerland: -6.1%, 20.5%, 1.9%, 19.1%, 4%. MSCI UK: 13.3%, 14.5%, -1%, 8.6%, -12.5%. MSCI Japan: -12.6%, 31.6%, -4.6%, 6.1%, 4.3%. MSCI EM: 4.9%, 32.3%, -8.6%, 12.8%, 16%  
\*\* Barclays Global Investment Grade Corporate und Global High Yield Index  
\*\*\* JP Morgan EMBIG Div. (Sovereign Index)

**Letzter Datenpunkt** 13.11.2020  
**Quelle** Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

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



# Wichtige Informationen

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, Portfolio-gewichtung 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 ändern. 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 veröffentlichte 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](http://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 ändern. 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. INH00001030), 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 © 2020 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

20C014A\_IS

# Autoren/Mitwirkende

**Walter Edelmann**  
Chief Global Strategist

**Daniel Rupli**  
Head of Single Security Research,  
Equity Credit

**Tobias Merath**  
Head of Wealth Content Strategy

**Oliver Adler**  
Chief Economist Switzerland

**James Sweeney**  
Global Economics & RCIO Americas

**Neville Hill**  
Head of European Economics

**Philipp Lisibach**  
Head of Global Equity Strategy

**Sara Carnazzi Weber**  
Head of Policy & Thematic Economics

**Jessie Gisiger**  
Head of Global Credit Strategy  
and Investment Themes

**Luca Bindelli**  
Head of Global FI, FX  
and Commodity Strategy

**Stefan Graber**  
Head of Global Commodity Strategy

**Jelena Kucenko**  
Head of Global Alternative  
Investments Strategy

**Sarah Leissner**  
Alternative Investments Strategist

**Reto Hess**  
Senior Research Analyst  
Single Security Research Equity

**Peter Foley**  
US Economics Strategist

**Marc Häfliger**  
Investment Strategist  
Emerging Market Equities

**Anand A. Datar**  
Alternative Investments Strategist

# Impressum

**Redaktionsleitung**  
Nannette Hechler-Fayd’herbe  
Global Head of Economics & Research and RCIO IWM

**Redaktionelle Unterstützung**  
Christa Jenni  
Catherine McLean Trachsler  
Christine Mumenthaler  
Flurina Krähenbühl  
Katharina Schlatter

**Produktmanagement**  
Camilla Damm Leuzinger  
Sebastian Zeuner  
Claudia Biri  
Serhat Günes  
Zuzana Skvarkova

**Redaktionsschluss**  
13. November 2020

**Design**  
LINE Communications AG

**Übersetzungen**  
Credit Suisse Language & Translation Services

**Weitere Informationen**  
[credit-suisse.com/investmentoutlook](https://credit-suisse.com/investmentoutlook)

**Bildquellen**  
Kirk Hewlett/Alamy Stock Photo (cover, p. 1, p. 2, p. 68);  
Credit Suisse (p. 7, p. 9); Westend61/Getty Images (p. 12–13);  
vinoverde/Alamy Stock Photo (p. 14–15);  
hudiemm/Getty Images (p. 24–25);  
Mariusz Niedzwiedzki/Shutterstock (p. 28–29, p. 4);  
ViewStock/Getty Images (p. 33); PARETO/Getty Images (p. 50);  
Dimitri Otis/Getty Images (p. 54–55, p. 5); Lucas Saugen/Stocksy (p. 56).







[credit-suisse.com](https://www.credit-suisse.com)

© 2020, CREDIT SUISSE

2532371 072028D WOMG5 11.2020

