CREDIT SUISSE

Investment Outlook 2023

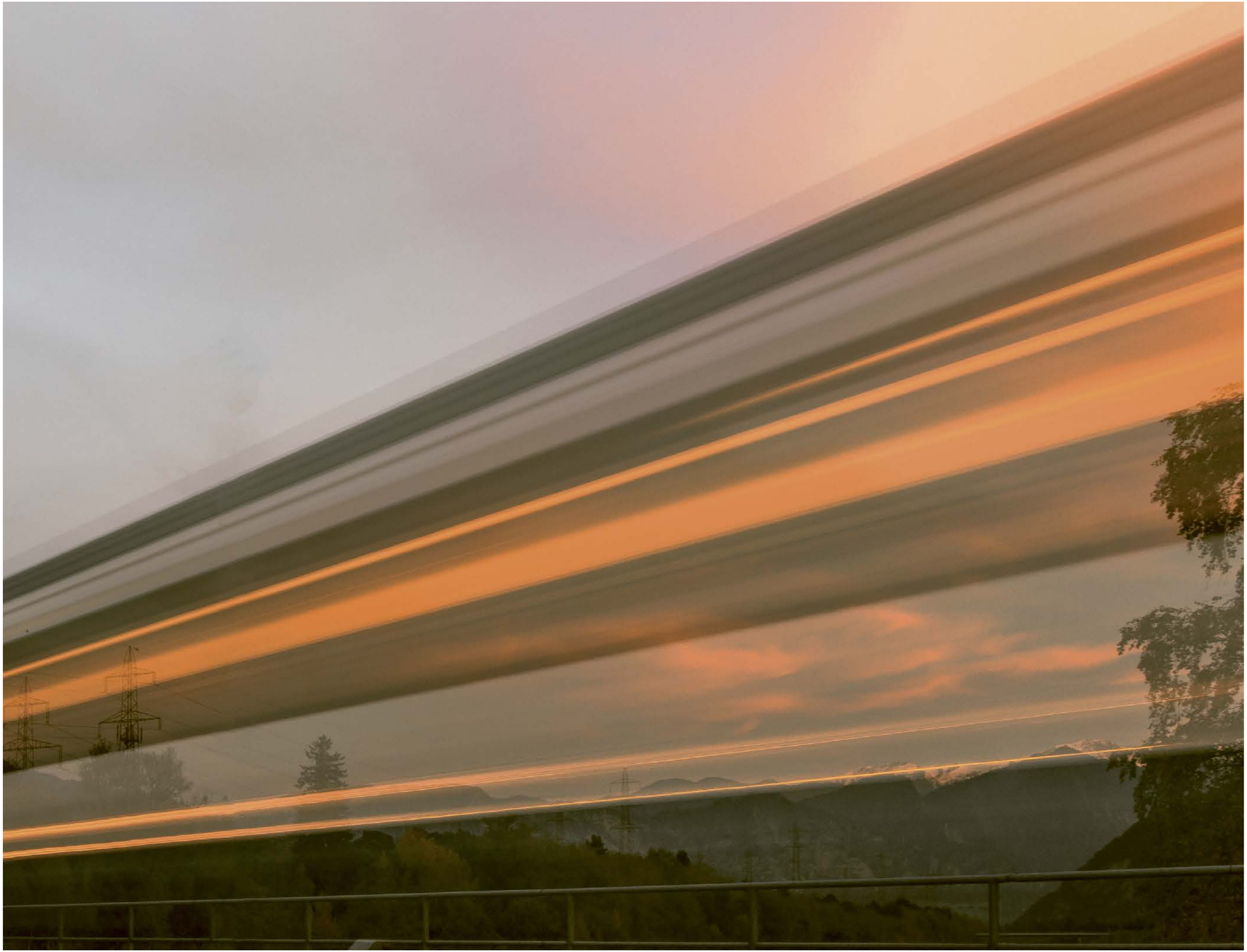
Eine grundlegende Neuausrichtung

Wichtige Informationen:
Dieser Bericht bildet die Ansicht von Credit Suisse (CS) Investment Solutions & Sustainability 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 der CS, 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 von Investment Solutions & Sustainability keine Anwendung. Weitere wichtige Informationen finden Sie am Ende des Dokuments. Singapur: Nur für akkreditierte Investoren. Hongkong: Nur für professionelle Investoren. Australien: Nur für Grosskunden.

Investment Outlook 2023

Eine grundlegende Neuausrichtung

Erfahren Sie mehr



06 Editorial
08 Schlagzeilen 2022
10 Wesentliche Einschätzungen 2023

13
Weltwirtschaft

14 Eine grundlegende Neuausrichtung
20 Regionaler Ausblick
22 Investment Roadmap 2023

25
Hauptanlageklassen

28 Fixed Income
32 Aktien
40 Technische Analyse
42 Währungen
45 Immobilien
46 Hedge-Fonds
48 Private Markets
50 Rohstoffe
52 Risikodiversifizierung
54 Energiesystem

59
Prognosen

60 2023 in Zahlen

62 Disclaimer
66 Impressum

Umsicht ist angebracht

Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer
Credit Suisse

2022 sahen sich Anleger mit starkem Gegenwind konfrontiert, und auch 2023 dürfte herausfordernd werden. Die Finanzierungsbedingungen bleiben auf absehbare Zeit restriktiv, und die grundlegende Neuausrichtung des wirtschaftlichen und geopolitischen Gefüges setzt sich fort. Anleger sollten daher an einem robusten Anlageprozess festhalten und ihre Anlagen breit diversifizieren, zumal die Ära der Negativzinsen hinter uns liegt. Unsere House View stellt in dieser Hinsicht eine wertvolle Orientierungshilfe dar.

Im Jahr 2022 bewegten sich Anleger in einem besonders schwierigen Umfeld. Die Inflation war bereits zu Jahresbeginn ein Sorgenpunkt, und der Ausbruch des Kriegs in der Ukraine trieb die Preise noch weiter in die Höhe. Als Reaktion darauf haben die Zentralbanken, allen voran die US-Notenbank, ihre Zinserhöhungen vorgezogen und damit Entschlossenheit signalisiert, die Inflation durch eine aggressive Straffung der Geldpolitik einzudämmen. Sie werden ihre Zinsstraffung erst drosseln können, wenn die tatsächliche Inflation nachhaltig sinkt. Gleichzeitig hat sich das Wachstum verlangsamt, wobei die Eurozone und Grossbritannien sogar in eine Rezession abgeglitten sein dürften.

Mit Blick auf die Zukunft rechnen wir mit anhaltend erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten, da die Risiken und die restriktiven Finanzierungsbedingungen weltweit bestehen bleiben. Dies dürfte das Wachstum und somit Risikoanlagen weiterhin belasten. Gleichwohl bieten sich, wie wir im aktuellen Investment Outlook aufzeigen, auch Chancen, vor allem bei Fixed-Income-Anlagen.

In den vergangenen Monaten wurde meines Erachtens erneut deutlich, wie wichtig es ist, an soliden Anlagegrundsätzen festzuhalten, einen disziplinierten Anlageprozess zu verfolgen, der auf langfristige finanzielle Ziele ausgerichtet ist, und eine breite Diversifizierung unter Einbezug alternativer Anlagen anzustreben. Wir legen den Schwerpunkt auf Vermögenserhalt und verfolgen dieses Ziel auch im Jahr 2023 und darüber hinaus entschlossen weiter.

Die neue Realität

Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Research
Credit Suisse

Philipp Lisibach
Head of Global Investment Strategy
Credit Suisse

Der von uns für 2022 prognostizierte «grosse Wandel» entfaltete sich um einiges deutlicher, als wir es erwartet hatten, und brachte eine neue Realität hervor.

2022 erwies sich die Geopolitik als wichtiger Treiber der Weltwirtschaft. Die Konfrontation zwischen dem Westen und Russland angesichts des Ukrainekonflikts löste eine Energiekrise aus und sorgte für stark steigende Lebensmittelpreise. Der Welthandel ordnete sich entsprechend den politischen Bündnissen neu und läutete somit das Ende der Ära des Multilateralismus und den Beginn einer neuen multipolaren Weltordnung ein.

Dadurch entstand eine neue wirtschaftliche Realität mit erhöhter Inflation und einem geldpolitischen Regime, in dem die Notenbanken die Stabilität des Preisniveaus höher gewichten als das Wachstum. Die Zinsen sind daher so hoch wie seit Jahren nicht mehr, und das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich.

Die Finanzmärkte konnten sich diesen Entwicklungen nicht entziehen. Aktien und Anleihen bewegten sich 2022 deutlich im negativen Bereich. Anleihen konnten ihrer (traditionellen) Rolle als wirksame Diversifizierungsquelle nicht gerecht werden, da wegen des turbulenten Wirtschaftsumfelds und der strafferen Geldpolitik eine stärkere Korrelation zwischen beiden Anlageklassen bestand.

Aufgrund der Coronapandemie, des demografischen Wandels, des Klimawandels und der schwächeren Unternehmensinvestitionen infolge der geopolitischen Umbrüche hat die Weltwirtschaft unseres Erachtens eine grundlegende Neuausrichtung durchgemacht. Die Auswirkungen schlagen sich in unseren längerfristigen Prognosen für die Weltwirtschaft nieder, die ein deutlich langsameres Wachstum als 2010 bis 2019 vorsehen. Die Inflation wird auch 2023 ein Thema bleiben, obwohl sie ihren Höhepunkt erreichen und allmählich sinken dürfte.

Fixed-Income-Anlagen dürften wieder attraktiver werden, da die Inflation ihren Zenit und die Geldpolitik restriktives Terrain erreicht. Die Performance von Anleihen und Aktien dürfte wieder unterschiedlich verlaufen, denn die Aktienmärkte könnten im 1. Halbjahr 2023, sobald sich das schwächere Wirtschaftswachstum in den Unternehmensgewinnen niederschlägt, volatil bleiben.

Wir hoffen, dass Ihnen unser Investment Outlook 2023 wertvolle Denkanstösse bietet und es Ihnen ermöglicht, Herausforderungen und Chancen gleichermassen zu Ihrem Vorteil zu nutzen.

3. Februar 2022

Tech-Riese leidet unter Ergebnissen für das 4. Quartal

Ein US-Technologiekonzern musste am Donnerstag den grössten, jemals verzeichneten Wertverlust eines US-Unternehmens an einem Tag hinnehmen. Dieser war den enttäuschenden Ergebnissen für das 4. Quartal geschuldet. Der Aktienkurs büsste 26% ein, was den Marktwert um USD 230 Mrd. schmälerte und auch andere Technologiewerte in Mitleidenschaft zog. Technologieaktien geraten unter Druck, da erwartet wird, dass die erhöhte Inflation die Zentralbanken zu Zinserhöhungen zwingt, was die zukünftigen Bewertungen belasten würde, da die Finanzierungskosten steigen. Zudem scheint der Nachfrageanstieg seinen Höhepunkt erreicht zu haben, was Bedenken über künftig niedrigere Umsätze zur Folge hat.

24. Februar 2022

Brent verteuert sich aufgrund des Ukrainekriegs auf über USD 100

Brent-Rohöl stieg infolge der Invasion Russlands in der Ukraine erstmals seit 2014 auf über USD 100. Als sichere Häfen geltende Vermögenswerte, darunter Gold, USD und JPY, gewannen als Reaktion auf die Eskalation des Konflikts ebenfalls hinzu, während die globalen Aktienmärkte nachgaben. Die Spannungen zwischen Russland und der Ukraine verschärften sich in diesem Jahr erheblich und gipfelten in Russlands Angriffen auf mehrere Ziele in der Ukraine. Der Krieg hat Auswirkungen auf die europäische Energieversorgung, den Wachstumsausblick für die Region und globale Rohstofflieferketten.

25. April 2022

COVID-Politik belastet chinesische Aktien

Die wichtigsten chinesischen Aktienindizes gaben aufgrund von Sorgen über die Auswirkungen der strikten Null-COVID-Politik des Landes auf die globalen Lieferketten und die Wirtschaft nach. Der Shanghai Composite Index büsste am 25. April 5.1% ein, während der Hongkonger Hang Seng Index 3.7% verlor. China hält an seiner Null-COVID-Politik fest, während andere Länder ihre Beschränkungen allmählich lockern. Anfang April hat Shanghai einen strengen Lockdown verhängt. Die Lockdowns während der Pandemie haben die globalen Lieferketten gestört und so zu Knappheit bei vielen Gütern geführt sowie zur weltweit steigenden Inflation beigetragen.

4. Mai 2022

Fed nimmt grösste Zinserhöhung seit 2000 vor

Die US-Notenbank (Fed) hob ihren Leitzins am Mittwoch um 50 Bp an, um die steigende Inflation einzudämmen. Die Zinserhöhung war die umfangreichste seit 2000, und die Fed kündigte zudem Pläne an, die Bilanzverkleinerung im nächsten Monat einzuleiten. Die US-Aktienmärkte reagierten positiv auf die Meldung der Fed, dass Zinserhöhungen um 75 Bp bei «den nächsten Sitzungen» weniger wahrscheinlich seien. Der S&P 500 Index stieg am Mittwoch um 3%, während der Nasdaq Composite Index ein Plus von 3.2% verzeichnete.

5. September 2022

Energiekrise in Europa

Die Erdgaspreise in Europa stiegen um 15%, nachdem ein russischer Erdgasproduzent die Gaslieferungen nach Westeuropa stoppte. Die Sorgen in Bezug auf eine Energiekrise und die Auswirkungen auf die Konjunkturverlangsamung verschärften sich. In der Folge werteten das GBP und der EUR gegenüber dem USD ab. Die europäischen Länder kündigten Hilfspakete zum Schutz der Konsumenten und Branchen vor steigenden Stromkosten an. Dennoch könnten der rückläufige Konsum und steigende Zinsen die Wirtschaft in der Region lähmen.

21. Juli 2022

EZB überrascht mit restriktiver Zinserhöhung

Die Europäische Zentralbank (EZB) überraschte den Markt mit einer unerwartet starken Zinserhöhung um 50 Bp. Angesichts der erhöhten Inflationsrisiken ist der EZB-Rat laut eigener Stellungnahme der Ansicht, dass es im Hinblick auf die Zinsnormalisierung angebracht sei, einen grösseren ersten Schritt zu unternehmen als auf der vorherigen Sitzung angedeutet. Die Inflation in der Eurozone ist weit über das mittelfristige Ziel der EZB von 2% gestiegen und erreichte im Juni aufgrund der höheren Lebensmittel- und Energiepreise ein Rekordhoch von 8.6%.

13. September 2022

Inflationsbericht setzt US-Aktien zu

US-Aktien verzeichneten die grösste Verkaufswelle seit Juni 2020, nachdem die US-Inflation überraschend hoch ausgefallen war. Die Kerninflation der Konsumentenpreise lag im August im Vormonatsvergleich bei 0.6% und damit deutlich über der Konsensprognose von 0.3%. Zusammen mit den unerwartet guten US-Beschäftigungsdaten spricht die überraschend hohe Inflation für eine Leitzinserhöhung um 75 Bp an der Sitzung der US-Notenbank in der nächsten Woche.

22. September 2022

SNB beendet Ära der Negativzinsen

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat ihren Leitzins an ihrer Septembersitzung um 0.75 Prozentpunkte von –0.25% auf 0.50% und damit so stark angehoben wie seit März 2000 nicht mehr. Damit beendete sie die seit Januar 2015 bestehende Negativzinspolitik. Zudem ist die SNB weiterhin bereit, am Devisenmarkt zu intervenieren.

23. September 2022

Mini-Budget führt zu GBP-Abwertung

Das GBP fiel auf das niedrigste Niveau gegenüber dem USD seit 1985, nachdem die neue Premierministerin ein Mini-Budget vorgestellt hatte, welches das Defizit Grossbritanniens deutlich ausgeweitet hätte. Als Reaktion darauf fiel das GBP gegenüber dem USD um 3.7%, während die Rendite 10-jähriger britischer Staatsanleihen sprunghaft um 33 Bp auf 3.82% stieg. Mit dem neuen Mini-Budget steigt das britische Defizit von 6.0% des Bruttoinlandprodukts (BIP) im Jahr 2021 auf 7.5% des BIP im Jahr 2022. Dies entspricht einem Anstieg von 3.9% gegenüber dem im März vorgestellten Haushalt sowie dem dritthöchsten Wert seit den 1940er-Jahren. Dies veranlasst die Bank of England, die Leitzinsen im November angesichts des auf mittlere Sicht zunehmenden zugrunde liegenden Inflationsdrucks um 75 Bp anzuheben.

11. Oktober 2022

Aktien aus Hongkong erreichen 13-Jahres-Tief

Der Hongkonger Benchmark-Aktienindex erreichte ein 13-Jahres-Tief. Der Hang Seng Index fiel um 2.29% auf 16'801, den niedrigsten Stand seit 2009. Die Zahl der Coronafälle in China ist zwar weiter niedrig, stieg zuletzt aber. Die Regierung Chinas, die Ende dieses Monats ihren 20. Nationalkongress abhält, hält an ihrer strikten COVID-19-Politik fest, was zu den schlechteren Wachstumsaussichten für China beiträgt.

11. Oktober 2022

Globales Wachstum dürfte 2022 sinken

Das globale Wirtschaftswachstum dürfte sich 2022 durch die hohe Inflation, die höheren Zinsen und den Ukrainekrieg fast halbieren. Gemäss Internationalem Währungsfonds geht das globale Wirtschaftswachstum nach 6.0% im Jahr 2021 auf 3.2% in diesem und 2.7% im nächsten Jahr zurück. Die globale Inflation dürfte von 4.7% im Jahr 2021 auf 8.8% im Jahr 2022 steigen, und 2023 und 2024 auf 6.5% bzw. 4.1% sinken, so der IWF.

20. Oktober 2022

Der Abschwung des JPY

Der JPY verzeichnete seinen bisher stärksten Rückgang gegenüber dem USD und verlor ausgehend von einem Anfang 2012 verzeichneten Hoch beinahe 50%. Seit Jahresbeginn hat der JPY um 23% gegenüber dem USD abgewertet. Dies ist der äusserst lockeren Geldpolitik der Bank of Japan bei gleichzeitiger Zinskurvenkontrolle geschuldet, während im Rest der Welt – vor allem in den USA – die Zinsen deutlich angehoben werden, was wesentliche Zinsunterschiede zur Folge hat.

24. Oktober 2022

Neuer britischer Premierminister

Rishi Sunak wird der neue britische Premierminister und tritt damit die Nachfolge von Liz Truss an, die nach einer kurzen und volatilen Amtszeit zurücktrat. Während seine Ernennung dazu beitragen dürfte, die Glaubwürdigkeit Grossbritanniens wiederherzustellen und die Risikoprämie für britische Vermögenswerte weiter zu senken, wird die Regierung einen glaubwürdigen Haushaltsvorschlag vorlegen müssen.

9. November 2022

US-Zwischenwahlen

Die US-Zwischenwahlen dürften zu einer gespaltenen Regierung führen. Neue öffentliche Ausgaben oder Steuerinitiativen wären somit zwar sehr unwahrscheinlich, aber wir bezweifeln, dass dies einen Regierungsstillstand zur Folge hätte.

Credit Suisse House View im Überblick

Wirtschaftswachstum

Wir erwarten, dass die Eurozone und Grossbritannien in eine Rezession abgleiten, während sich China in einer Wachstumsverlangsamung befindet. Diese Volkswirtschaften dürften bis Mitte 2023 die Talsohle erreichen und sich dann langsam wieder erholen – vorausgesetzt, die USA können eine Rezession vermeiden. Vor dem Hintergrund der restriktiven Geldpolitik und der geopolitischen Neuordnung wird das Wirtschaftswachstum 2023 allgemein schwach bleiben.

Fixed Income

Da sich die Inflation 2023 voraussichtlich normalisieren wird, dürften Fixed-Income-Anlagen attraktiver werden und wieder Diversifizierungsvorteile für Portfolios bieten. Versteilerungspositionen auf der US-Kurve, Long-Engagements bei US- gegenüber EU-Staatsanleihen, Schwellenländer-Hartwährungsanleihen, Investment-Grade-Unternehmensanleihen und Crossover-Papiere dürften 2023 interessante Chancen eröffnen. Zu den Risiken für diese Anlageklasse zählt neuerliche Zinsvolatilität infolge einer unerwartet hohen Inflation.

Inflation und Zentralbanken

Die Inflation erreicht dank der entschlossenen Geldpolitik in den meisten Ländern den Zenit und wird 2023 schliesslich sinken. Wir erwarten, dass sie 2023 in den meisten grossen Industrieländern (USA, Grossbritannien, Eurozone) über den Zentralbank-Zielwerten verharren wird, und rechnen daher in den Industrieländern nicht mit Zinssenkungen.

Aktien

2023 dürfte ein zweigeteiltes Jahr werden. Die Märkte werden den Fokus zunächst vermutlich auf die über längere Zeit höheren Zinsen legen, was eine verhaltene Aktienperformance zur Folge haben dürfte. Sektoren und Regionen mit stabilen Gewinnen, geringer Verschuldung und Preissetzungsmacht werden unseres Erachtens besser abschneiden. Sobald die Zentralbanken von ihrer straffen Geldpolitik abrücken, würden wir in zinssensible, wachstumsstarke Sektoren umschichten.

Währungen

Der USD dürfte dank der restriktiven Haltung der US-Notenbank und den zunehmenden Sorgen über eine globale Rezession auch 2023 gut unterstützt bleiben. Es ist zunächst mit einer Stabilisierung und dann mit einer Abwertung zu rechnen, sobald die US-Geldpolitik weniger aggressiv ausgerichtet ist und die Wachstumsrisiken im Ausland abnehmen. Die Schwäche des JPY dürfte Anfang 2023 anhalten, sich aber letztendlich umkehren, da die Bank of Japan ihre Zinskurvenkontrolle anpasst. Wir gehen davon aus, dass sich Schwellenländerwährungen allgemein schwach entwickeln.

Rohstoffe

Rohstoffkörbe boten 2022 Schutz vor Inflation und geopolitischen Risiken. Anfang 2023 könnte die Nachfrage nach zyklischen Rohstoffen schwach ausfallen, während der erhöhte Druck an den Energiemärkten dazu beitragen dürfte, die Energiewende in Europa voranzutreiben. Ein Rückgang der CO_2-Preise könnte mittelfristig Chancen eröffnen, und wir glauben, dass sich das Umfeld für Gold verbessern wird, sobald sich die geldpolitische Normalisierung ihrem Ende nähert.

Immobilien

Das Umfeld für Immobilien wird sich 2023 unseres Erachtens schwieriger gestalten, da die Anlageklasse sowohl durch höhere Zinsen als auch ein schwächeres Wirtschaftswachstum belastet wird. Wir geben börsennotierten Immobilienwerten aufgrund der günstigeren Bewertung den Vorzug vor direkten Immobilienanlagen und bevorzugen weiterhin Segmente mit starken langfristigen Nachfragetreibern wie Logistikimmobilien.

Private Markets und Hedge-Fonds

In einem volatileren Jahr 2023 erkennen wir Chancen für Mehrwert durch aktives Management, insbesondere bei Secondary Managern, Private-Yield-Anlagen und Hedge-Fonds-Strategien mit niedrigem Beta. Versierten, risikotoleranten Anlegern legen wir auch Co-Investments nahe, d.h. gemeinsame Direktanlagen mit einem Private-Equity-Fonds in ein nicht börsennotiertes Unternehmen.

Erfahren Sie mehr

Weltwirtschaft

Eine grundlegende Neuausrichtung

Für die globalen Konjunktur- und Finanzaussichten spielte die Geopolitik jahrelang eine untergeordnete Rolle. Geprägt war diese Zeit durch stabile internationale Beziehungen und relativ hohes Vertrauen zwischen den Ländern. Es gab auch Krisen, die aber meist finanzieller Natur waren. Diese Weltordnung bekam Anfang 2017 Risse, als in der Amtszeit von Donald Trump die ersten Handelsspannungen zwischen den USA und China auftraten. Unter US-Präsident Joe Biden mündeten die Rivalitäten in Konfrontationen, die immer mehr Sektoren und Regionen erfassten und sich 2022 mit dem Krieg in der Ukraine zuspitzten.

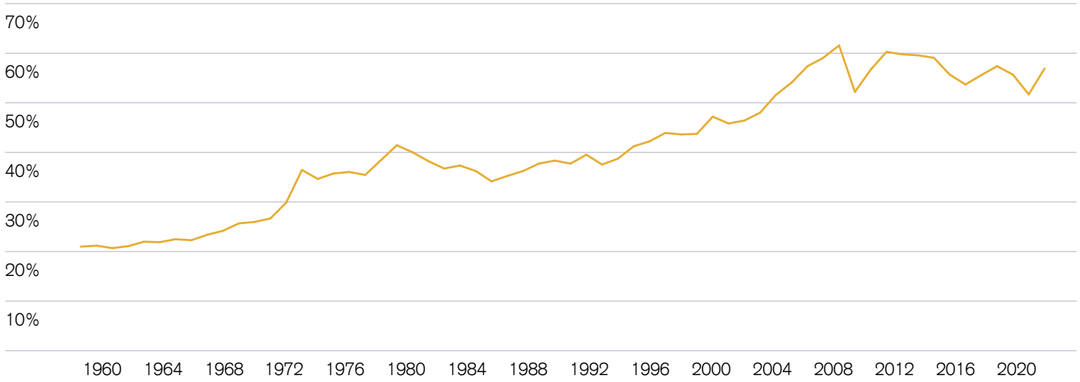
Rückblickend stellt 2022 das Jahr dar, in dem die Geopolitik wieder in den Vordergrund gerückt ist, wobei sie in den nächsten Jahren nicht nur die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte erheblich beeinflussen, sondern auch für eine Neuordnung der internationalen Beziehungen und des Handels sorgen wird. Dies hat Auswirkungen auf das kurz-, mittel- und langfristige Wachstum, die Preisentwicklung sowie die Geld- und Fiskalpolitik und könnte zu massiven Veränderungen im globalen Währungssystem führen, die wiederum auf die Finanzmärkte abstrahlen.

Eine neue Weltordnung

2022 endete die Welt des Multilateralismus und des starken Vertrauens zwischen Ländern und Regierungen – zumindest vorläufig. Tiefe und anhaltende Brüche in der geopolitischen Weltordnung brachten eine multipolare Welt hervor, die unseres Erachtens mehrere Jahre fortbestehen dürfte. Der globale Westen (Verbündete der westlichen Industrieländer) richtete seine strategischen Kerninteressen neu aus und wandte sich vom globalen Osten (China, Russland und deren Verbündeten) ab, und der globale Süden (Brasilien, Russland, Indien und China sowie die meisten Schwellenländer) stellt sich gerade neu auf, um seine eigenen Interessen zu verfolgen.

Nach Jahrzehnten des Welthandelswachstums (gemessen als Anteil am globalen Bruttoinlandprodukt [BIP]) erreichte die Menge der ausgetauschten Waren und Dienstleistungen (in Prozent des BIP) 2008 ihren Höhepunkt und schwankt seitdem zwischen 50% und 60%. Die COVID-19-Pandemie und zuletzt die politischen Sanktionen zwangen die Unternehmen seit 2020, der Robustheit ihrer Lieferketten Vorrang gegenüber den Preisen einzuräumen, wodurch sich die Handelsströme erheblich veränderten. Der Welthandel organisiert sich nun entsprechend den geopolitischen Allianzen neu, und in den strategischen Sektoren verlagert sich der Fokus auf Rückführungen und die Entwicklung im Inland. Dieser Trend dürfte sich zumindest in den nächsten zwei bis fünf Jahren fortsetzen, bis ein möglicher Politikwechsel in verschiedenen Teilen der Welt wieder eine andere politische und wirtschaftliche Agenda in den Fokus rücken könnte.

Zenit überschritten
Welthandel (Waren und Dienstleistungen), in % des BIP



Letzter Datenpunkt 2021 **Quelle** Haver Analytics, Credit Suisse

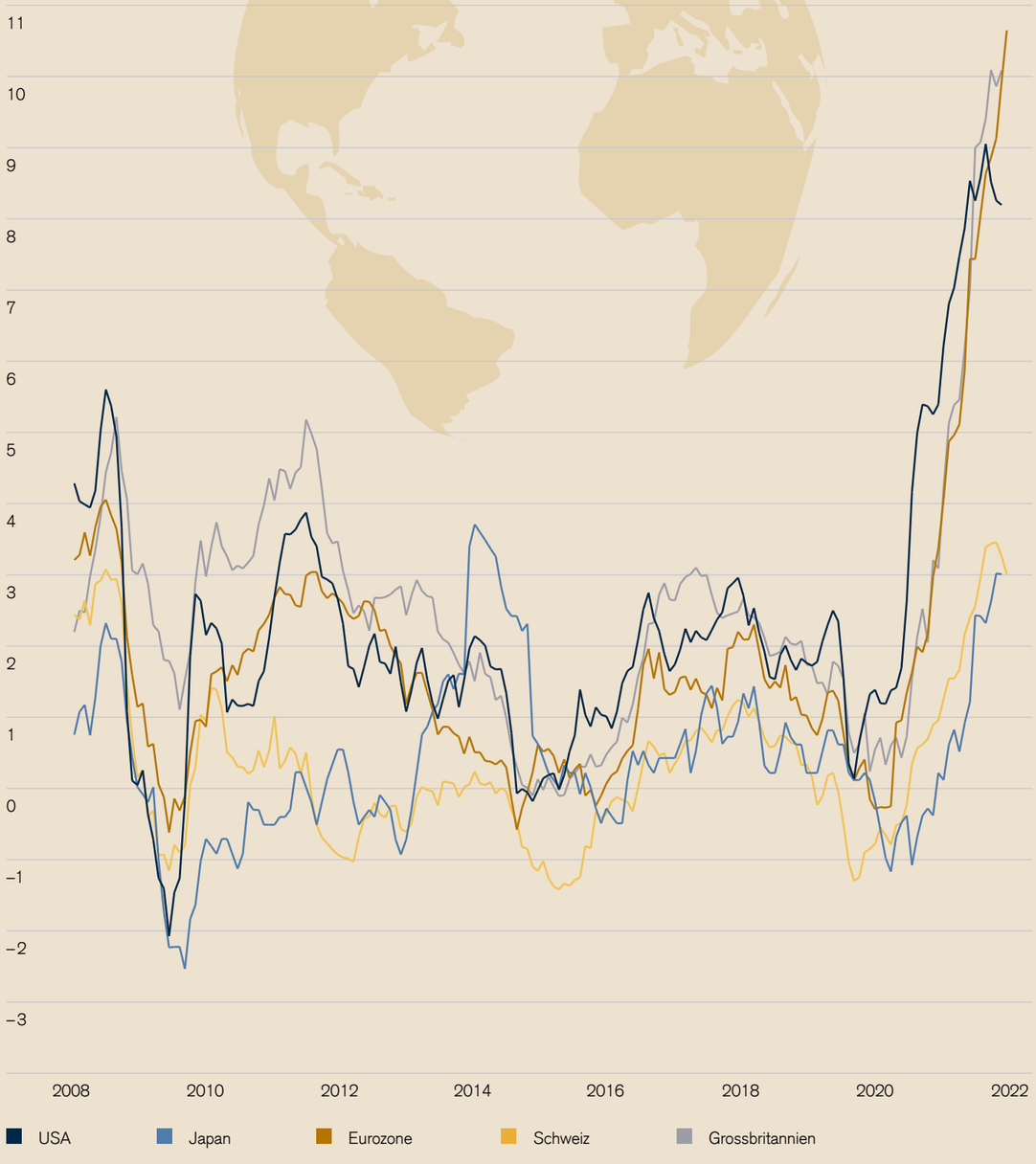
Regimewechsel bei Inflation und Geldpolitik

2022 stellte auch das Ende der «Lowflation» dar, die ein Nebeneffekt der Globalisierung war. COVID-19-bedingte Störungen der globalen Lieferketten, entschlosseneres klimapolitisches Handeln, eine veritable Energiekrise sowie ein Schock bei den Lebensmittelpreisen infolge des Ukrainekriegs brachten ein neues Regime erhöhter Inflation hervor. Die volatilen Energie- und Lebensmittelpreise trieben nicht nur die Gesamtinflation in die Höhe. Durch Lohnerhöhungen stiegen auch weniger volatile Preiskategorien wie Reisen, Gastgewerbe und Gesundheitsdienstleistungen, was die Kerninflation auf den höchsten Stand seit mehreren Jahrzehnten klettern liess.

Die Zentralbanken hatten keine andere Wahl, als die Geldpolitik in grösseren Schritten und schneller zu straffen als erwartet und somit die Phase niedriger oder sogar negativer Zinssätze zu beenden. Zwar dürfte die Inflation in den meisten Ländern infolge entschlossener geldpolitischer Massnahmen ihren Zenit erreicht haben. Die Zentralbanken signalisieren jedoch, dass sie die Zinsen weiter anheben müssen, um die Nachfrage zu senken und eine Entspannung am Arbeitsmarkt herbeizuführen. Dies ist vor allem der Ausweitung des Preisauftriebs geschuldet, der sich zunächst auf einzelne Angebotsschocks beschränkt hatte. Entscheidend ist, dass enge Arbeitsmärkte und ein höheres Lohnwachstum für eine Verfestigung der breiten Inflation sorgen könnten.

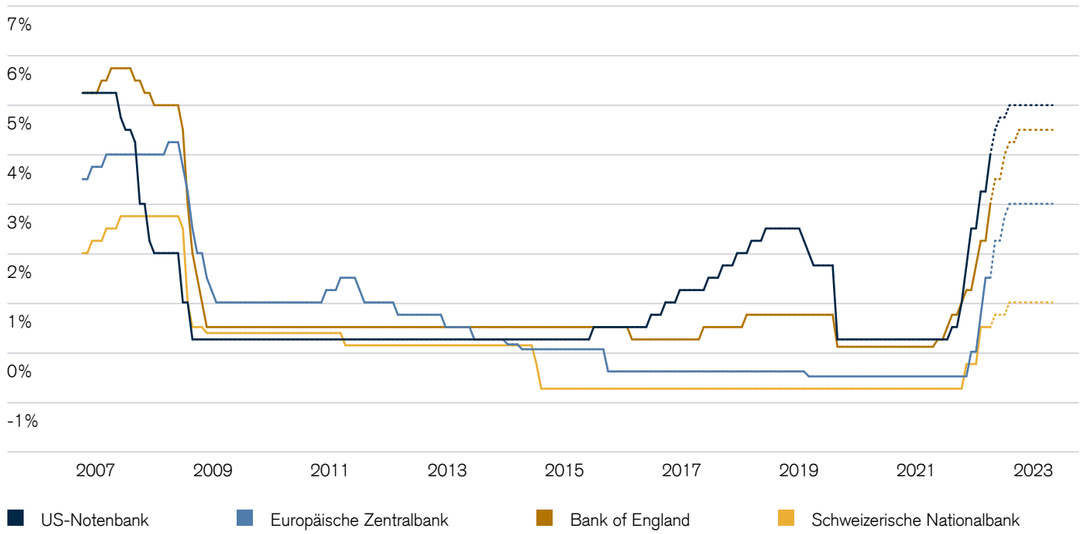
Deshalb haben wir unsere Leitzinsprognosen für alle wichtigen Volkswirtschaften mit Ausnahme Chinas erhöht. Wir rechnen nun mit dem schnellsten Straffungstempo innerhalb von zwölf Monaten und der weltweit grössten Zinsanhebung seit 1979. Bis Ende 2022 dürfte die Straffungsgeschwindigkeit ihren Zenit erreichen. 2023 erwarten wir allerdings in keinem Industrieland Zinssenkungen, da sich die Zentralbanken auf die tatsächliche und nicht auf die erwartete Teuerung konzentrieren dürften.

Schock durch hartnäckigen Preisauftrieb
Kerninflation in den USA, Japan, der Eurozone, der Schweiz und Grossbritannien (in %, Vorjahresvergleich)



Letzter Datenpunkt 15.10.2022 **Quelle** Bloomberg, Credit Suisse

Das Ende der Ära der «für längere Zeit niedrigen Zinsen»
Ausgewählte Leitzinssätze und Prognosen der Zentralbanken



Letzter Datenpunkt 01.11.2022 **Quelle** Bloomberg, Credit Suisse

Wachstumsausblick trübt sich ein
Weitere Straffungen der Geldpolitik, steigende Realzinsen, Energiepreisschocks in Europa, der andauernde Abschwung am chinesischen Immobilienmarkt und die COVID-19-bedingten Lockdowns haben uns bewogen, unsere Wachstumsprognosen für das BIP auf breiter Front zu senken. Wir rechnen nunmehr mit einer Rezession in der Eurozone und in Grossbritannien sowie einem Wachstumsrückgang in China. Diese Volkswirtschaften dürften bis Mitte 2023 die Talsohle erreichen und sich dann langsam wieder erholen – ein Szenario, das auf der entscheidenden Annahme beruht, dass die USA einer Rezession entkommen können. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die US-Wirtschaft im 4. Quartal 2023 um 0.5% gegenüber dem Vorjahr wachsen wird, wobei jedoch die Abwärtsrisiken überwiegen.

Abgesehen von diesem 1-Jahres-Ausblick spricht das neue geopolitische Umfeld für weniger internationale Zusammenarbeit bei technologischen Innovationen, verminderte Mobilität von Arbeitskräften und somit geringere Produktivitätssteigerungen. Daher dürfte das Potenzialwachstum in den nächsten fünf Jahren niedriger ausfallen.

Durch die geopolitischen Ereignisse im Jahr 2022 ist zudem das Risiko gestiegen, dass der Klimaschutz regional unkoordiniert erfolgt und vielleicht sogar aufgeschoben wird. Bei einer ungeordneten Klimawende ist letztlich ein grösserer negativer Angebotsschock zu erwarten, was mittelfristig eine höhere Inflation und ein geringeres Wachstum zur Folge hat und mit Schwankungen einhergeht, da sich die Klimapolitik in den Regionen unterschiedlich entwickelt. Dies untermauert unsere Erwartung eines neuen makroökonomischen Regimes mit erhöhter Inflation und niedrigerem Potenzialwachstum.

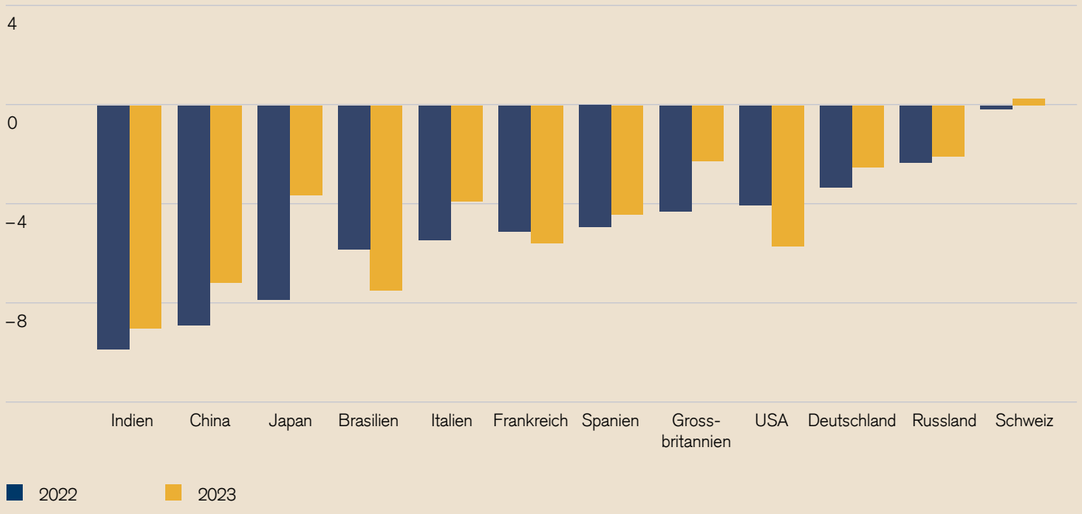
Herausforderndes Wirtschaftsumfeld 2023 in den Industrieländern
Die Regierungen ergreifen Stützungsmassnahmen und erhöhen die Staatsausgaben, um die derzeitigen, durch politische Ereignisse entstandenen Herausforderungen zu bewältigen. In vielen Industrieländern belaufen sich die Haushaltsdefizite 2022 bereits auf 4% oder mehr und werden sich 2023 wahrscheinlich nicht wesentlich verbessern.

Wie sich in Grossbritannien nach der Ankündigung eines expansiven Mini-Budgets (das später zurückgenommen wurde) nach dem Regierungswechsel im September gezeigt hat, strafen die Finanzmärkte eine unsolide Fiskalpolitik rasch ab, insbesondere wenn bereits eine unhaltbare Aussenbilanz, d.h. ein hohes Leistungsbilanzdefizit, besteht. Daher müssen die Regierungen zur Finanzierung der dauerhaft höheren Verteidigungsausgaben und Stützungsprogramme im Laufe der Zeit die Steuern erhöhen, wenn sie keinen starken Anstieg der Staatsschulden riskieren wollen. In hochverschuldeten Ländern könnten die Staatsanleihenrenditen deshalb wieder stark steigen.

Der USD in einer gespaltenen Welt
Solange die Rhetorik der US-Notenbank (Fed) restriktiv ausfällt, dürfte der USD unterstützt bleiben, da seine Stärke weltweit wie eine geldpolitische Straffung wirkt. Damit die Abwertung des EUR die importierte Inflation nicht zusätzlich anheizt, muss die Europäische Zentralbank mit der Fed Schritt halten, obwohl die Eurozone einer Rezession gegenübersteht. Die Schwäche des JPY wird die Bank of Japan (BoJ) aller Wahrscheinlichkeit nach zwingen, von ihrem derzeitigen Lockerungskurs abzurücken und einen Anstieg der japanischen Zinsen zuzulassen. Ferner dürfte die anhaltende USD-Stärke für Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern sorgen.

Da der reale handelsgewichtete USD bereits auf seinem höchsten Stand seit 1985 notiert, ist durchaus zu erwarten, dass der USD seinen Zenit erreicht und gegen Ende 2023 leicht nachgeben könnte. Wahrscheinlich wären dazu jedoch Signale der Fed, dass sie ihre Straffungen beendet, und Anzeichen einer Konjunkturerholung ausserhalb der USA erforderlich.

Haushaltsdefizite in den einzelnen Ländern
Haushaltssalden (in % des BIP)



Letzter Datenpunkt Oktober 2022 **Quelle** Prognose des Internationalen Währungsfonds (IWF) per Oktober 2022

Längerfristig können sich jedoch aus der Neuordnung der internationalen Beziehungen neue Entwicklungen im globalen Währungssystem ergeben. Das heutige USD-basierte Währungssystem, in dem der Welthandel grösstenteils auf USD lautet und 90% aller Währungstransaktionen eine USD-Komponente aufweisen, spiegelt immer noch die Ära nach dem Zweiten Weltkrieg wider. Dieses System hat einen enormen Reformprozess (vom Goldstandard zu flexiblen Wechselkursen) durchlaufen, der eine Änderung des geldpolitischen Ansatzes (von einer Orientierung an der Geldmenge über eine Ausrichtung auf ein Inflationsziel bis hin zur quantitativen Lockerung) beinhaltete, und Reformen der Leitlinien und Instrumente der Reservepolitik (von Währungsreserven bis hin zur Einführung von Swap-Linien zwischen den wichtigsten Zentralbanken) erlebt, wurde aber nie infrage gestellt.

Aufgrund des Neutralitätsverlusts, den der USD durch das Einfrieren russischer Zentralbankreserven bei der Fed und anderen Zentralbanken 2022 als Leitwährung erlitten hat, sowie der Entwicklung einer multipolaren Welt und der Neuausrichtung des internationalen Handels könnten sich im Laufe der Zeit durchaus zwei parallele Währungssysteme herausbilden: das bekannte USD-basierte System und ein noch zu entwickelndes alternatives System, das den USD umgeht. Inwieweit dies die Auslandsnachfrage nach dem USD als Reservewährung und US-Staatsanleihen als Reserveguthaben beeinflusst, wird richtungsweisend für den USD sein.

Langfristiger Ausblick: Schwächeres Wachstum
Der Energieschock für Europa infolge der Invasion Russlands in der Ukraine und der Wachstumsrückgang in China haben die Aussichten nach der Pandemie beeinträchtigt. Die Eurozone befindet sich wieder in einer Rezession, und die US-Wirtschaft, die laut unserer Basisprognose immer noch leicht wächst, ist einem hohen Rezessionsrisiko ausgesetzt.

Dieser Abschwung dürfte nicht lange anhalten und 2024 wieder in einen Aufschwung münden. Wir rechnen jedoch mit einer dauerhaften Schädigung der Wirtschaftsstrukturen. Die Pandemie und die demografischen Trends schmälern die Aussichten für das Arbeitskräfteangebot, geopolitische Umbrüche belasten den Handel und ziehen dauerhaft schwächere Unternehmensinvestitionen nach sich, und in China dürfte die Rückkehr zu einem staatlich gesteuerten Wachstumsmodell den Ausblick für das Produktivitätswachstum verdüstern.

Vor diesem Hintergrund haben wir unsere längerfristigen Wachstumsprognosen für alle wichtigen Volkswirtschaften gesenkt. Für die USA prognostizieren wir nun auf Sicht von fünf Jahren ein durchschnittliches reales BIP-Wachstum von 1.5%, das deutlich unter dem Durchschnittswert von 2.2% im Zeitraum von 2010 bis 2019 läge. In der Eurozone und in China erwarten wir eine durchschnittliche Wachstumsrate von 1.1% bzw. 4.4%.

Erfreulich ist, dass die wichtigen Zentralbanken offenbar entschlossen sind, die Inflation wieder in die Nähe ihres 2%-Ziels zu bringen. Die Teuerung könnte 2023 über dem Zielwert bleiben, dürfte aber ab 2024 wieder nahe am Zielwert liegen. Dauerhaft höhere Zinsen und ein niedrigeres Trendwachstum werden allerdings der Preis dafür sein.

Regionaler Ausblick

USA

Zitterpartie
Das US-Wachstum wird 2022 laut unseren Prognosen im Schnitt fast bei null liegen und im 4. Quartal 2023 bei schwachen 0.5% im Vorjahresvergleich verharren. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession ist hoch (über 40%), aber weiterhin nicht unser Basisszenario. Das restriktivere Finanzumfeld hat sinkende zyklische Ausgaben (Warenkonsum und Wohnungsbau) zur Folge. Solide Bilanzen und ein robuster Arbeitsmarkt dürften indes als Puffer gegen einen unmittelbaren Abschwung dienen, was auch den weiter anziehenden Dienstleistungsausgaben zu verdanken ist. Der Preisauftrieb geht allmählich zurück, die von der US-Notenbank (Fed) als Messgrösse bevorzugte Kernrate der persönlichen Konsumausgaben (PCE) dürfte jedoch mit rund 3% per Jahresende 2023 hartnäckig hoch bleiben. Daher gehen wir davon aus, dass die Fed die Zinsen weiter aggressiv strafft. Bis zum 1. Quartal 2023 rechnen wir mit weiteren Zinsschritten um insgesamt 100 Basispunkte auf letztlich 4.75% bis 5.00%. Dieser Wert dürfte 2023 weitgehend stabil bleiben.

Eurozone

Energiekrise gibt den Ton an
Wir gehen davon aus, dass die Rezession im Euroraum im 4. Quartal 2022 begonnen hat und bis Ende des 1. Quartals 2023 andauern wird, wobei der BIP-Rückgang vom Höchst- zum Tiefststand etwa 1% betragen dürfte. Fiskalpolitische Stützungsmassnahmen, robuste Arbeitsmärkte und hohe Ersparnisse dürften das Ausmass des Abschwungs begrenzen, doch angesichts der anhaltenden Unsicherheit über die Gasversorgung überwiegen die Abwärtsrisiken. Die Gesamtinflation könnte ihren Zenit erreichen, dürfte aber nur graduell sinken, da der Preisdruck an Breite gewonnen und sich das Lohnwachstum beschleunigt hat. In Anbetracht der anhaltend hohen Inflation und des schwachen EUR dürfte die Europäische Zentralbank die Leitzinsen bis Anfang 2023 aggressiv auf letztlich 3% anheben. Zinssenkungen im Jahr 2023 halten wir jedoch für unwahrscheinlich.

Lateinamerika

Härtere Zeiten stehen bevor
Wir prognostizieren für 2022 nunmehr ein reales BIP-Wachstum in der Region von 3.0% (zuvor: 2.0%), da wir mit einem stärkeren Wachstum in Brasilien, Kolumbien und Mexiko rechnen. Unsere Wachstumsprognose für 2023 wurde aufgrund der gesunkenen Wachstumserwartungen in mehreren Ländern, vor allem in Brasilien und Mexiko, auf 0.4% gesenkt (zuvor: 0.7%). Der Inflationsdruck fiel stärker und breiter aus als ursprünglich erwartet, wodurch sich die Inflationsrückführung schwierig gestaltet. In den Ländern mit Inflationsziel dürfte die jährliche Konsumentenpreisinflation bis Ende 2023 deutlich über den Zielwerten der Zentralbanken verharren. Wir gehen nun davon aus, dass fast alle Zentralbanken der Region, die sich an einem Inflationsziel orientieren, ihre Leitzinsen bis Ende 2022 auf zweistellige Werte anheben und wahrscheinlich erst gegen Ende 2023 Lockerungszyklen einläuten werden.

Länder des Golfkooperationsrats (GCC)

Nutzniesser der geopolitischen Spaltungen
2022 profitierten die GCC-Volkswirtschaften grösstenteils vom unverhofften Anstieg der Ölpreise, der Wiederbelebung ihrer Volkswirtschaften nach der Pandemie und dem veränderten geopolitischen Umfeld. Das BIP-Wachstum in den GCC-Ländern dürfte sich 2023 auf 3.4% (2022: 6.1%) abschwächen, da sich das nachlassende globale Wachstum letztlich bemerkbar machen wird. Beflügelt durch die immer noch hohen Ölpreise wird die Region wahrscheinlich dennoch schneller wachsen als der globale Durchschnitt. Daher dürfte der Haushaltsüberschuss 2023 leicht auf 7.1% des BIP und der Leistungsbilanzüberschuss auf 15.0% sinken. Ein besseres Mass für die wirtschaftliche Aktivität ist das BIP-Wachstum ohne die Ölkomponente, das im selben Zeitraum von 4.8% auf 4.3% fallen dürfte. Dies unterstreicht die Bedeutung der Reformpläne in den GCC-Staaten, die dem privaten Sektor neuen Schwung geben. Die Kombination aus gezielten staatlichen Subventionen und einer festen USD-Anbindung wird die Inflation 2023 voraussichtlich unter 3% halten.

Grossbritannien

Zweifel an der Glaubwürdigkeit
Grossbritannien geriet im 3. Quartal 2022 in eine Rezession. Die Wirtschaft dürfte im 1. Halbjahr 2023 grösstenteils schrumpfen. Wir rechnen mit einem BIP-Rückgang um 1.0% vom Höchst- zum Tiefstwert. Aufgrund der jüngsten Konjunkturimpulse wird die Winterrezession voraussichtlich schwächer ausfallen, angesichts der Rücknahme einiger Konjunkturmassnahmen, der Ausgabenkürzungen, der nachlassenden Unterstützung im Energiebereich und der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen überwiegen jedoch die Abwärtsrisiken für das Wachstum. Die Teuerung hat auf kurze Sicht vermutlich ihren Höhepunkt erreicht, dürfte aber 2023 nur langsam sinken und über dem Zielwert verharren. Mittelfristig halten die fiskalpolitischen Stützungsmassnahmen den Aufwärtsdruck auf die Inflation aufrecht. Die Kombination aus teurem Haushaltspaket der Regierung und expansiver Reaktion der Bank of England (BoE) stellte das Vertrauen des Markts in die britische Politik infrage, das durch die Rücknahme einiger Extreme und die Ankündigung einer glaubwürdigen Fiskalpolitik bis zu einem gewissen Grad wieder gestärkt wurde. Um die Glaubwürdigkeit vollständig wiederherzustellen, müsste die BoE vermutlich die Geldpolitik dauerhaft straffen. Wir erwarten nun, dass die Bank Rate bis Mitte 2023 auf 4.5% angehoben wird. Andernfalls drohen eine auf längere Sicht erhöhte Inflation, eine weitere GBP-Schwäche, höhere Risikoprämien und schliesslich ein höheres Leitzinsniveau, wodurch die Rezession noch gravierender ausfallen könnte. Eine über dem Zielwert liegende Inflation im Jahr 2023 bedeutet, dass wir für 2023 trotz einer Rezession keine Zinssenkungen erwarten.

China

Leichte Erholung im Jahr 2023
Unsere Prognose für das Wachstum Chinas im Jahr 2023 liegt mit 4.5% (2022: 3.3%) unter der Konsensschätzung. Gebremst werden dürfte die Aktivität durch das geringere Wachstumspotenzial, die Haushaltskonsolidierung sowie die zögerliche Abkehr von der Null-COVID-Politik. Die Landverkäufe werden vermutlich auch nach 2022 noch rückläufig sein, weshalb das politische Zögern auf Lokalregierungsebene selbst nach dem endgültigen Ende der COVID-19-Störungen anhalten dürfte. Entscheidend wird sein, wie schnell China diese Störungen hinter sich lassen kann, wobei wir jedoch mit äusserst langsamen Fortschritten rechnen. In Festlandchina dürfte die Wirtschaft sechs Monate später als in Hongkong wieder hochgefahren werden. Eine umfassende Wiedereröffnung ist daher erst gegen Ende des 1. Quartals zu erwarten.

Schweiz

Konsum bleibt robust
Trotz des schwächeren Wirtschaftswachstums dürfte die Schweizer Wirtschaft dank des weiterhin soliden Konsums einer Rezession entgehen. Die Arbeitslosenquote ist auf den niedrigsten Stand seit 20 Jahren gesunken, und die Kauflaune der Konsumenten hält aufgrund der hohen Beschäftigungssicherheit immer noch an. Die Einwanderung zog wieder an und dürfte sich 2023 als wesentlicher Wachstumstreiber erweisen. Aufgrund der Preisregulierung, des starken CHF und des relativ geringen Anteils von Energie am privaten Konsum schlägt sich der Anstieg der Energiepreise nur begrenzt in den Haushaltsausgaben nieder. Die Inflation fällt in der Schweiz daher viel niedriger aus als anderswo und dürfte sich 2023 weiter verlangsamen. Vor diesem Hintergrund besteht für die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine relativ geringe Notwendigkeit, die Geldpolitik weiter zu straffen. Die SNB dürfte ihren Leitzins bis März 2023 um weitere 0.5 Prozentpunkte anheben und ihn anschliessend für den Rest des Jahres bei 1% halten.

Japan

Langsamer geldpolitischer Kurswechsel
Die japanische Wirtschaft dürfte 2023 ein schwaches Wachstum von 0.5% verzeichnen, das durch eine Lockerung der COVID-19-Beschränkungen und einen recht starken Arbeitsmarkt gestützt wird. Angesichts der gestörten Lieferketten und des Abwärtsdrucks im globalen Elektronikzyklus ist noch unklar, inwieweit die JPY-Schwäche den japanischen Exporten zugutekommt. Die wichtigste Änderung für die japanische Wirtschaft besteht unseres Erachtens darin, dass die Inflation im 1. Halbjahr 2023 über 2% verharren dürfte. Dies und der Abwärtsdruck auf den JPY infolge der restriktiven Fed dürften dafür sorgen, dass die Bank of Japan ihre Zinskurvensteuerung Anfang 2023 anpasst und einen leichten Renditeanstieg zulässt.

Beachtenswerte Trends

Wirtschaft

Ende der Zinserhöhungen nach dem Höhepunkt der Inflation
Wenn die Inflation den Höhepunkt erreicht und wieder sinkt, werden die Zentralbanken im 1./2. Quartal 2023 die Zinserhöhungen einstellen. Wir rechnen für 2023 jedoch nicht mit Zinssenkungen, da die Inflation über den Zentralbank-Zielwerten verharren dürfte.

Wachstum bleibt niedrig
Das globale Wirtschaftswachstum lässt nach und dürfte aufgrund der restriktiven Geldpolitik 2023 schwach bleiben.

Haushaltsprobleme
Die staatliche Unterstützung zur Eindämmung der Lebenshaltungskosten und die höheren Verteidigungsausgaben führen zu anhaltend hohen Haushaltsdefiziten. Angesichts der hohen Finanzierungskosten dürften die Regierungen die Steuern erhöhen, um die Ausgaben zu finanzieren.

Deglobalisierung
Durch das Entstehen verschiedener politischer Einflusssphären wird die Welt zunehmend multipolar. Daher rechnen wir mit einem sinkenden Anteil des Welthandels am Bruttoinlandprodukt und der Rückführung strategischer Sektoren ins Inland.

Finanzmärkte

Comeback von Fixed Income
Da die Anleihenrenditen wieder gestiegen sind, die Inflation ihren Höhepunkt erreicht und sich die Zinserhöhungen dem Ende nähern, erscheinen die Erträge von Fixed-Income-Anlagen attraktiver. Besonders interessant sind Schwellenländer-Staatsanleihen in Hartwährung, US-Staatsanleihen, Investment-Grade-Unternehmensanleihen und ausgewählte Strategien mit Fokus auf eine steilere Renditekurve.

Aktienmärkte bleiben volatil
Die Aktienbewertungen sind bereits stark gesunken, doch die Belastung der Unternehmensgewinne durch eine schwache Konjunktur und Margendruck sorgt auch 2023 für Gegenwind und Volatilität. Zu bevorzugen sind defensive Sektoren, Regionen und Strategien mit stabilen Gewinnen, geringer Verschuldung und Preissetzungsmacht wie Schweizer Aktien, Gesundheitswerte und Qualitätsaktien. Auch defensive Supertrends wie «Silver Economy», «Infrastruktur» und «Klimawandel» dürften sich weniger volatil zeigen.

Anhaltend starker USD
Dank seines Zinsvorteils dürfte der USD 2023 insbesondere gegenüber Schwellenländerwährungen wie dem CNY stark bleiben. Einige Industrieländerwährungen wie der JPY sind jedoch unterbewertet und könnten wieder zulegen.

Ein gutes Jahr für die meisten alternativen Anlagen
Hedge-Fonds dürften überdurchschnittliche Erträge erzielen, und auch für Private Equity wird 2023 wohl ein gutes Auflegungsjahr. Secondaries und Private Debt dürften gut abschneiden. Im Immobiliensektor ziehen wir börsennotierte Lösungen einer Direktanlage vor.

Erträge durch Multi-Asset-Diversifikation
Dank den gestiegenen Anleihenrenditen sind Fixed-Income-Anlagen im Vergleich zu Aktien attraktiver geworden. Nach dem Ende der Zinserhöhungen dürften sie auch wieder Diversifikationsvorteile bieten.

Erfahren Sie mehr

Hauptanlageklassen

Comeback der Renditen

Die Welt und die Finanzmärkte mussten in den letzten Jahren zahlreiche Schocks verkraften: globale Handelsspannungen, die COVID-19-Krise, massive Liquiditätsspritzen und Transferzahlungen an private Haushalte, die zu einer übermässigen Güternachfrage führten, Störungen der Produktions- und Lieferketten und der Energiepreisschock. Der daraus resultierende drastische Anstieg von Inflation und Zinsen hatte zwar 2022 verheerende Folgen für die Kapitalmärkte, legte möglicherweise aber auch den Grundstein für ein normaleres Anlageumfeld in der Zukunft.

In den letzten Jahren leisteten nur wenige Anlageklassen einen nennenswerten positiven Beitrag zur Performance von Portfolios, und dies in der Regel bei höheren Anlagerisiken. In einem Umfeld längerfristig niedriger Zinsen waren die Ertragserwartungen insbesondere bei Kernanleihen bestenfalls mager. Bis vor Kurzem bestand ein breiter Konsens darüber, dass eine langsame und schrittweise Normalisierung der Zinssätze notwendig sei, was die Anleiheneträge anhaltend belasten würde. Doch stattdessen erlebt die Welt die schnellste Zinsstraffung der letzten Jahrzehnte, und die Anleihenrenditen in verschiedenen Währungen haben sich rasch normalisiert und bieten bereits attraktivere Ertragsaussichten.

Anleihen erleben Comeback

Wir sind überzeugt, dass Kernanleihen künftig wieder eine wichtigere Rolle in Portfolios spielen werden. Die Renditen haben jetzt ein Niveau erreicht, das einen gewissen Schutz vor den negativen Markteffekten bietet, mit denen angesichts der wirtschaftlichen Unsicherheit zu rechnen ist. Anders als 2022, als sowohl Aktien als auch Anleihen Verluste erlitten, dürften Anleihenpositionen auch wieder Diversifikationsvorteile bieten, insbesondere wenn die Wachstumsrisiken in den Fokus rücken. Doch möglicherweise haben die Anleihenrenditen ihren Höchststand noch nicht erreicht, da beispielsweise eine stärkere Reduzierung der Zentralbankbilanzen noch aussteht. Daher dürfte die Volatilität am Anleihenmarkt in nächster Zeit hoch bleiben.

Unser bevorzugter Ansatz für den Aufbau von Anleihenpositionen wird sich 2023 weiterentwickeln. Zu Jahresbeginn dürfte eine Erhöhung der Duration in den meisten Währungen – mit Ausnahme des USD – kaum attraktiv sein. Schwellenländeranleihen in Hartwährung bieten bereits attraktive Ertragsaussichten, da die Renditen ein historisch seltenes Niveau erreicht haben und das Anlagerisiko grosszügig kompensieren. Investment-Grade-Unternehmensanleihen dürften interessant werden, wenn die Zentralbanken eine Verlangsamung des Straffungszyklus signalisieren. Bei High-Yield-Unternehmensanleihen bleiben wir vorsichtiger, da die Kreditspreads das schwierige Konjunkturumfeld aus unserer Sicht nicht angemessen widerspiegeln.

Gegenwind für Aktien

Für die Aktienmärkte bleibt das Umfeld problematisch, da wir mit einer deutlichen Verlangsamung des nominalen Wirtschaftswachstums rechnen, wodurch sich das potenzielle Umsatzwachstum reduziert. Zudem dürften die rekordhohen Gewinnmargen der Unternehmen unter Druck geraten und allmählich den Kostendruck widerspiegeln, der durch den Energiepreisschock sowie höhere Löhne und Finanzierungskosten verursacht wird.

Ein solches Umfeld spricht für defensivere Aktienstrategien. Daher bevorzugen wir Unternehmen, die ihre Gewinnmargen halten können, indem sie die höheren Kosten weiterreichen, und deren Branchen hohe Eintrittsbarrieren aufweisen – Merkmale, die in defensiven Qualitätssegmenten zu finden sind. Doch sobald sich das Zinsumfeld stabilisiert und die Unsicherheit nachlässt, wird es unseres Erachtens an der Zeit sein, in erstklassige Wachstumsunternehmen umzuschichten, die derzeit stark unter den Zinserhöhungen leiden.

Unserer Ansicht nach können Anleger robustere Portfolios aufbauen, indem sie diese traditionelleren Anlageklassen durch nichttraditionelle Anlagen ergänzen, die andere Merkmale bieten. Das derzeitige Umfeld, das von langsamem Wachstum, steigenden Zinsen und einer hohen Volatilität geprägt ist, kommt beispielsweise bestimmten Hedge-Fonds-Strategien zugute, die somit dazu beitragen können, die schwierigen Anlagebedingungen zu bewältigen. Für Anleger, die eine begrenzte Liquidität von Anlagen tolerieren, dürften auch die Private Markets (Private-Equity- und Private-Debt-Anlagen) zu besseren Ertragsprofilen führen, da die anhaltenden Marktstörungen Chancen schaffen.

Anleihen und Aktien 2023: Ein Überblick

Die höhere Inflation und die steigenden Zinsen dürften sich in niedrigeren Aktien- und Anleihenkursen niederschlagen, da die künftigen Cashflows mit höheren Zinssätzen diskontiert werden. Eine höhere Inflationsunsicherheit sollte daher grössere, synchrone Schwankungen der Diskontierungssätze von Aktien und Anleihen auslösen, wodurch sich die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien verstärkt und sich die potenziellen Diversifikationseffekte von Anleihen verringern. Genau diese Entwicklung war in den letzten zwei Jahren zu beobachten.

Dagegen dürften Wachstumsschocks in erster Linie Aktien belasten, da sich die Gewinnaussichten verschlechtern und geringere Dividenden zu erwarten sind. Anleihen dürften jedoch von einem solchen Szenario profitieren, denn die geringeren Inflationserwartungen und die letztlich lockerere Geldpolitik führen zu sinkenden Renditen. Angesichts der derzeit zahlreichen Wachstumsrisiken ist zu erwarten, dass die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien wieder nachlässt. Die Inflationsunsicherheit bleibt jedoch vorerst ein Problem, insbesondere vor dem Hintergrund der geopolitischen Spannungen und der drohenden Energiekrise. Auch wenn die Inflation irgendwann gegenüber den derzeitigen Höchstständen sinkt, besteht das Risiko eines langen Straffungszyklus, der zu steigenden Realzinsen führen würde. Dies würde verhindern, dass die Anleihenkurse steigen, wenn Aktien weiter unter Druck geraten, sodass die Diversifikationsvorteile von Anleihen begrenzt bleiben und die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien auf einem hohen Niveau verharrt.

Unseres Erachtens könnte 2023 ein zweigeteiltes Jahr werden. Zunächst dürfte die Aktien-Anleihen-Korrelation hoch bleiben, was das Diversifikationspotenzial von Anleihen begrenzt. Wenn die Inflationsunsicherheit jedoch ihren Höhepunkt erreicht und die Wachstumsrisiken in den Fokus rücken, dürfte sich die Korrelation allmählich verringern, sodass Anleihen in Bezug auf Erträge und Diversifikation attraktiver werden. Allerdings könnte diese Verlagerung des Fokus Zeit in Anspruch nehmen, sodass die anhaltende Straffung der Geldpolitik die Korrelation auf einem höheren Niveau hält als in den letzten 20 Jahren.

Fixed-Income-Anlagen könnten Tiefpunkt hinter sich haben

Da die Straffung der Geldpolitik 2023 nachlassen oder enden dürfte, sollten Fixed-Income-Anlagen aus unserer Sicht attraktiver werden. Schwellenländer-Hartwährungsanleihen dürften hohe Erträge erbringen. Falls die Inflation wie von uns erwartet sinkt, dürften Staatsanleihen von Ländern, die über eine nachhaltige Fiskalpolitik verfügen, Diversifikationsvorteile in Portfolios bieten. Ein Risiko für die Anlageklasse sind erneute Zinsschwankungen, etwa aufgrund einer unerwartet hohen Inflation.

Angesichts der hohen Inflation haben die Zentralbanken weltweit ihre Geldpolitik drastisch gestrafft. Die hohen Energiepreise und die rasch steigenden Inflationserwartungen zwangen sie dazu, die Zinsen schneller und stärker zu erhöhen als in früheren Straffungszyklen. Die nominalen und realen Renditen stiegen deutlich, selbst bei Staatsanleihen aus Industrieländern. Die Renditen 10-jähriger US- und deutscher Staatsanleihen liegen bei 3.81% bzw. 2.01% (per 10. November 2022), ein Plus von über 200 Basispunkten (Bp) seit Jahresbeginn.

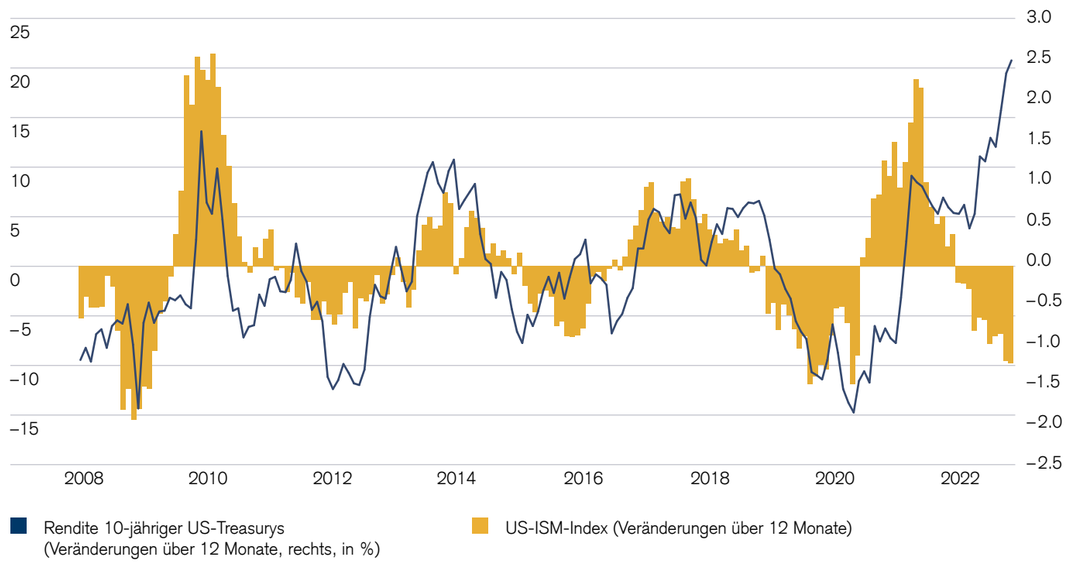
Wir erwarten, dass die Zentralbanken ihre Zinserhöhungen verlangsamen oder ganz abschliessen, sobald das Wirtschaftswachstum nachlässt und sich die Inflation abkühlt. Wenn die geldpolitischen Erwartungen die Renditen nicht mehr steigen lassen, dürften sich die Ertragsaussichten für Staatsanleihen klar verbessern. Im Gegensatz zu 2022 rechnen wir 2023 mit einer positiven Performance globaler Staatsanleihen. Sobald sich die Renditen ihrem Zyklushoch nähern, dürften sich zudem Chancen bieten, die Duration in Anleihenportfolios zu erhöhen. Neben Risikoanlagen erzielten auch Staatsanleihen eine schwache Gesamtrendite, da der Inflationsanstieg die Leitzinsen und die gesamte Renditestruktur nach oben trieb. Wenn sich die Inflation wie von uns erwartet abkühlt, dürften Staatsanleihen in Multi-Asset-Portfolios wertvolle Diversifikationsvorteile bieten.

Höheres Ertragspotenzial bei US-Treasurys
An den Hauptmärkten sehen wir bei USD-Durationspositionen ein grösseres Ertragspotenzial als bei EUR-Anleihen. Die US-Notenbank (Fed) hat die Zinsen früher und energischer erhöht als die Europäische Zentralbank (EZB), die bis Juli 2022 an Negativzinsen festhielt. Die EZB muss nun aufholen, zumal die Eurozone mit einer höheren Inflation und Unsicherheit über die Energiepreise im Winter konfrontiert ist. Die Inflation und die EUR-Schwäche dürften die EZB dazu zwingen, die Zinsen selbst in einer Rezession aggressiv anzuheben. Angesichts der Zinsdifferenzen und der unterschiedlichen Aussichten auf weitere Straffungen sehen wir bei US-Treasurys ein grösseres Ertragspotenzial als bei Staatsanleihen aus der Eurozone. Dies könnte sich durch die grössere Besorgnis in Bezug auf europäische Staatsanleihen noch verstärken.

Steilere USD-Zinskurven
Durch die aggressiven Zinserhöhungen der Fed stiegen die Anleihenrenditen bei kürzeren Laufzeiten stärker als bei längeren. Der Spread zwischen den Renditen 10- und 2-jähriger US-Treasurys sank von +80 Bp Anfang 2022 auf –50 Bp Ende des 3. Quartals. Die langfristigen Renditen sind derzeit niedriger als die kurzfristigen, da der Markt erwartet, dass sich das Wachstum verlangsamt und die Leitzinsen im Laufe der Zeit wieder sinken.

Wir gehen davon aus, dass die Renditekurve 2023 steiler wird, d.h. dass der Spread zwischen den Renditen 10- und 2-jähriger Anleihen steigt. Wie steil die Kurve wird, hängt vom Konjunkturumfeld ab. Reagiert die Fed auf die wachsenden Rezessionsrisiken mit Zinssenkungen, hätte dies wahrscheinlich einen deutlich steileren Kurvenverlauf zur Folge. Doch selbst in unserem Basisszenario (normalisierte Konjunkturaussichten, Wachstum unter dem Trend) ist eine allmähliche Versteilerung der US-Renditekurve zu erwarten.

US-Zinsen dürften Höhepunkt erreichen, Aktivität rückläufig
Renditen 10-jähriger US-Treasurys ggü. US-ISM-Index



Letzter Datenpunkt 31.10.2022 **Quelle** Bloomberg, Credit Suisse

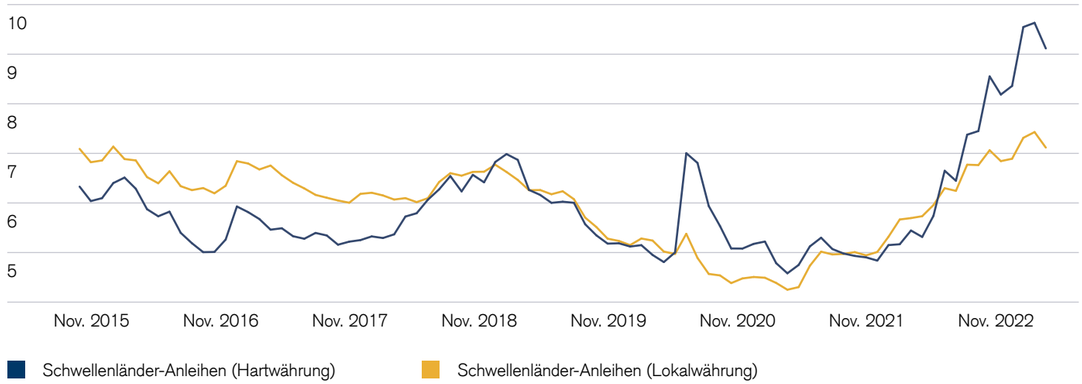
Erträge von Investment-Grade-Anleihen werden interessant
Trotz soliden Fundamentaldaten nähern sich die Spreads globaler Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating dem Durchschnittsniveau der letzten Rezession, was für einen gewissen Puffer gegen einen Abschwung und einen weiteren Liquiditätsabzug seitens der Zentralbanken sorgen dürfte. Wir rechnen 2023 mit einer Stabilisierung der Kreditspreads, da die Zentralbanken angesichts der nachlassenden Inflation und der Wachstumsrisiken ihre Zinserhöhungen verlangsamen und schliesslich einstellen dürften. Investment-Grade-Anleihen sollte dies Auftrieb verleihen – ihre Kreditkennzahlen bleiben solide und die Herabstufungsrisiken gering. Hartwährungs-Unternehmensanleihen aus Schwellenländern dürften sich positiv entwickeln, sobald sich das globale Finanzumfeld stabilisiert. Zudem bietet die Anlageklasse einen attraktiven Spreadaufschlag gegenüber vergleichbaren Investment-Grade-Unternehmensanleihen aus Industrieländern mit ähnlicher Duration. Nach einer deutlichen Ausweitung im Jahr 2022 sind die EUR-Investment-Grade-Spreads attraktiv bewertet. Wir erwarten zwar nicht, dass sich EUR-Investment-Grade-Anleihen Anfang 2023 stark entwickeln, doch ein stabileres Finanzumfeld könnte einen Impuls liefern, der ihr attraktives Wertpotenzial freisetzt. Eine neuerliche Finanz- oder Staatsschuldenkrise in Europa könnte die EZB dazu zwingen, ihren geldpolitischen Transmissionsmechanismus (TPI) zu aktivieren oder erneut für quantitative Unterstützung zu sorgen, was ebenfalls zu einer Verengung der EUR-Investment-Grade-Spreads beitragen würde. Daher sind wir überzeugt, dass es 2023 eine attraktive Gelegenheit zum Einstieg in den EUR-Investment-Grade-Markt geben wird.

Ausfälle von High-Yield-Anleihen dürften leicht zunehmen
Das US-High-Yield-Segment weist attraktive Fundamentaldaten und eine gesunde Marktstruktur auf. Da 51% der US-High-Yield-Anleihen ein BB-Rating haben, 2023 nur wenige Anleihen refinanziert werden müssen und die Spreads das Risiko angemessen vergüten, dürfte die realisierte Ausfallquote nur leicht ansteigen und den historischen Durchschnitt von 5% erreichen. Damit bliebe sie unter der derzeit implizierten Ausfallwahrscheinlichkeit von mehr als 6%. In den Schwellenländern erreichte die realisierte Ausfallquote im High-Yield-Segment (43% des JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index) 2022 aufgrund des Ukrainekriegs einen Höchststand von über 10%. Abgesehen von dieser Extremsituation bleibt die realisierte Ausfallquote niedrig. Wie im Fall des globalen High-Yield-Benchmarks erwarten wir bei Schwellenländer-Unternehmensanleihen in Hartwährung 2023 nur einen leichten Anstieg der realisierten Ausfälle, da sie solide Fundamentaldaten, einen Spreadaufschlag gegenüber den Industrieländern und die Möglichkeit einer Refinanzierung an den lokalen Märkten bieten. Wir favorisieren Bereiche hoher Qualität, wie Titel mit Rating BB, die in Bezug auf die implizierten gegenüber den realisierten Ausfällen eine hohe Prämie bieten.

Chancen in Schwellenländern
2023 dürften die grossen Zentralbanken ihre Leitzinsen weiter erhöhen, wenn auch mit geringerem Tempo. Dadurch könnten die Spreads von Schwellenländer-Staatsanleihen in Hartwährung über dem historischen Durchschnitt verharren. Doch die negativen Erträge von US-Treasurys und die nachlassende USD-Stärke dürften zu besseren Erträgen von Schwellenländer-Hartwährungsanleihen führen. Schwellenländer weisen zwar in der Regel bessere Fundamentaldaten auf als Industrieländer, doch einige Schwellenländer-Regionen dürften sich als widerstandsfähiger erweisen als andere. Das Risiko eines Abschwungs oder einer Rezession in China und den Industrieländern bleibt für USD-Emittenten geringerer Bonität in offenen Volkswirtschaften wie Südafrika ein Problem. Die geopolitischen Spannungen und die Rezessionsrisiken in Westeuropa dürften osteuropäische Emittenten belasten.

Trotz des schwierigen Umfelds erwarten wir bei Schwellenländer-Hartwährungsanleihen attraktive Erträge. Ihre beträchtlichen Couponerträge – die Renditen nähern sich Mehrjahreshochs – dürften eine schlechtere Risikostimmung abfedern. Die Bewertungen bleiben attraktiv, und die Fundamentaldaten halten sich besser als in den Industrieländern. Zudem scheinen sie einen Abschwung oder möglichen Rezessionsdruck bereits widerzuspiegeln. In den Schwellenländern ist der Zinserhöhungszyklus im Durchschnitt weiter fortgeschritten als in den Industrieländern. Die Inflation geht in mehreren Schwellenländern bereits zurück und dürfte insgesamt weiter sinken. Wenn die Zinsen den Zenit überschreiten, werden immer mehr Schwellenländer-Zentralbanken mit Zinssenkungen beginnen. Lokalwährungs-Staatsanleihen bieten Renditen, die bei Mehrjahreshochs liegen, und dürften im Jahresverlauf 2023 attraktiver werden, wenn der USD gegenüber Schwellenländerwährungen an Stärke verlieren dürfte.

Zinsanstieg treibt Renditen auf Mehrjahreshochs
Renditen von Schwellenländer-Anleihen in Hart- und Lokalwährung (in %)



Letzter Datenpunkt 10.11.2022 **Quelle** Bloomberg, Credit Suisse

Die brasilianische Zentralbank beispielsweise hat ihren Zinshöchststand fast erreicht. Daher bevorzugen wir Brasilien innerhalb der Anlageklasse, da Zinssenkungen Ende 2023 denkbar sind. Zudem ist Brasilien mit Blick auf die weltweiten makroökonomischen und geopolitischen Risiken widerstandsfähiger.

Inflationsdynamik bleibt Hauptrisiko
In unserem Basisszenario für 2023 sinkt die Inflation, sie verharrt aber über den Zielwerten der grossen Zentralbanken. Bei einer unerwartet hartnäckigen und noch höheren Inflation, etwa aufgrund eines überraschend starken Arbeitsmarkts mit Lohnsteigerungen, wären die Zentralbanken unseres Erachtens gezwungen, eine restriktivere Tonart anzuschlagen. Dies würde die Performance von Anleihen belasten und Indizes mit längerer Duration vorübergehend unter Druck setzen. Wir raten daher zu einem aktiven Durationsmanagement, um bei einem Eintritt dieser Risiken flexibel zu bleiben. In einem solchen Szenario könnten inflationsgebundene Anleihen im Bereich Fixed Income eine Outperformance erzielen. Insbesondere US-Realrenditen sind langfristig attraktiver geworden.

Herausforderungen für europäische Senior Loans
Europäische Senior Loans beurteilen wir vorsichtig. Unserer Ansicht nach sind die potenziellen Ausfälle aufgrund der Kürzung der russischen Gaslieferungen oder anhaltender geopolitischer Risiken in den Spreads noch nicht vollständig eingepreist. Zudem würden Senior Loans von einer etwaigen Intervention der EZB im Rahmen des TPI nicht profitieren. Anleger sollten daher eine Reduzierung des Engagements bei europäischen Senior Loans in Betracht ziehen und EUR-Investment-Grade-Anleihen 2023 den Vorzug geben.

Steigendes Ausfallrisiko in Grenzmärkten
Angesichts der niedrigen Zinsen haben sich viele Länder in den letzten Jahren stärker verschuldet. Die COVID-19-Krise und der Kampf gegen die steigenden Lebensmittel- und Energiepreise haben einige Länder zu einer lockereren Fiskalpolitik veranlasst. Trotz der Kredite des Internationalen Währungsfonds könnte das restriktivere Finanzumfeld zu steigenden Ausfallquoten in den Grenzmärkten führen. Die schwierigste Phase ist in der zweiten Jahreshälfte 2023 zu erwarten, wenn die Zentralbanken möglicherweise besonders restriktiv sind und die Wachstumsverlangsamung oder Rezession bereits ihren Tribut fordert. Die Ansteckungsrisiken für die wichtigen Schwellenländer sind jedoch begrenzt.

Ein zweigeteiltes Jahr

Die länger hohen Zinsen liessen die Aktienbewertungen 2022 deutlich sinken. Dieses Thema dürfte auch die 1. Jahreshälfte 2023 dominieren und zu einer verhaltenen Aktienperformance führen. Sektoren und Regionen mit stabilen Gewinnen, geringer Verschuldung und Preissetzungsmacht dürften besser abschneiden. Für die 2. Jahreshälfte erwarten wir, dass der Höhepunkt der restriktiven Geldpolitik und die Gewinnstabilität bei einer Wachstumsverlangsamung in den Fokus rücken. Mit dem attraktivsten Ertragspotenzial rechnen wir im Technologiesektor, sobald eine geldpolitische Wende der US-Notenbank absehbar ist.

2022 war für die Finanzmärkte – einschliesslich Aktien – ein schwieriges Jahr. Der Ukrainekrieg verstärkte die Lieferkettenprobleme nach der Pandemie und trieb die Inflation auf das höchste Niveau seit den 1980er-Jahren. Die Zentralbanken reagierten langsam, mussten die Zinsen dann aber aggressiv anheben. Als die Leitzinsen und die Realzinsen weltweit in die Höhe schnellten, brachen die Aktienbewertungen ein. Wir halten die Politik der Zentralbanken zur Inflationsbekämpfung für einen wesentlichen Treiber der Aktienerträge, denn die höheren Leitzinsen erhöhen die Finanzierungskosten für Unternehmen und den Diskontierungssatz für künftige Gewinne, was die Bewertungen belastet.

Anzeichen für eine Eindämmung der Inflation auf ein nachhaltiges, den Zentralbank-Zielwerten entsprechendes Niveau dürften zu einer Lockerung der restriktiven Geldpolitik führen und könnten daher die Bewertungskennzahlen von Aktien wieder steigen lassen. In der 1. Jahreshälfte halten wir dieses Szenario jedoch für unwahrscheinlich, da unsere Ökonomen 2023 keine Zinssenkungen der US-Notenbank (Fed) oder anderer wichtiger Zentralbanken erwarten.

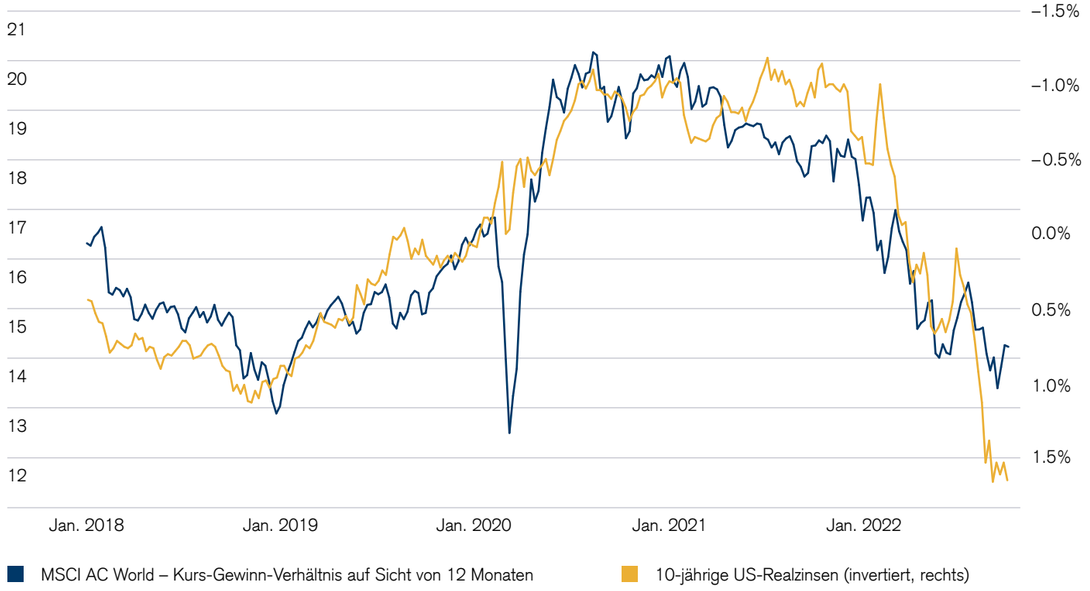
Gewinnstabilität muss beobachtet werden
Die länger hohen Leitzinsen werden die globalen Konjunkturaussichten belasten. Vor diesem Hintergrund prognostizieren unsere Ökonomen eine Rezession in der Eurozone, in Grossbritannien und Kanada sowie ein sehr schwaches Wachstum in den USA. Dies wird zwangsläufig zu Abwärtsrisiken für die Unternehmensgewinne führen, zumal die Kosten (etwa für Löhne und Rohstoffe) steigen. Die Konsens-Gewinnschätzungen für 2023 wurden bereits deutlich gesenkt, doch unserer Ansicht nach könnte auch die aktuelle Prognose eines Gewinnwachstums von 6% zu optimistisch sein. Letztlich werden Dauer und Ausmass der Konjunkturverlangsamung für die Gewinnstabilität ausschlaggebend sein, das Risiko für ein negatives Gewinnwachstum im Jahr 2023 nimmt unseres Erachtens aber zu.

Aktienperformance 2023: Ein zweigeteiltes Jahr
Wir glauben, dass die Abwertung zwar weitgehend hinter uns liegt, doch ein deutlicher Anstieg der Aktienbewertungen ist nur denkbar, wenn die Zentralbanken ihre Rhetorik ändern. Wir erwarten, dass eine Kehrtwende in der 2. Jahreshälfte 2023 eintritt. Bis dahin würden wir mit schwankenden, eher schwachen Aktienerträgen rechnen und uns auf defensive Sektoren/Regionen mit stabilen Margen, robusten Gewinnen und geringer Verschuldung konzentrieren. Wenn die geldpolitische Wende näher rückt, würden wir in zinssensible, wachstumsstarke Sektoren wie Technologie umschichten.

Positionierung für 2023
2023 sollten sich Anleger zunächst auf Aktiensektoren und -regionen mit robustem Gewinnwachstum konzentrieren, die dank Preissetzungsmacht ihre Margen halten können Auf Sektorebene schätzen wir das Gesundheitswesen aufgrund seiner defensiven Eigenschaften, seiner Margenstabilität und seiner im Vergleich zu anderen defensiven Sektoren attraktiven Bewertung. Die langfristigen Wachstumstreiber (bessere Gesundheitsversorgung in Schwellenländern, alternde Bevölkerung und neue Technologien wie mRNA-Impfstoffe) bleiben intakt. Unsere bevorzugte Region in diesem schwierigen Umfeld ist die Schweiz. Dank seinen defensiven Eigenschaften entwickelt sich dieser Markt bei einer Wachstumsverlangsamung meist überdurchschnittlich. Auch die Gewinnaussichten sind relativ gut: Für 2023 wird ein zweistelliges Gewinnwachstum erwartet. Mit Blick auf die Schwellenländer rechnen wir damit, dass Lateinamerika besser abschneidet als Asien. Bei den Anlagestilen bevorzugen wir derzeit Qualitätswerte (hohe Eigenkapitalrendite, stabiles Gewinnwachstum, geringe Verschuldung).

Wenn 2023 die Zuversicht steigt, dass die Leitzinserhöhungen der Zentralbanken (oder die diesbezüglichen Erwartungen) ihren Zenit erreichen, würden wir Technologiewerte aufstocken. Aufgrund seiner Zinssensibilität blieb der Technologiesektor 2022 zurück. Er erwirtschaftet jedoch den bei Weitem grössten Cashflow, und dies mit einer geringen Verschuldung und einem starken langfristigen Wachstum.

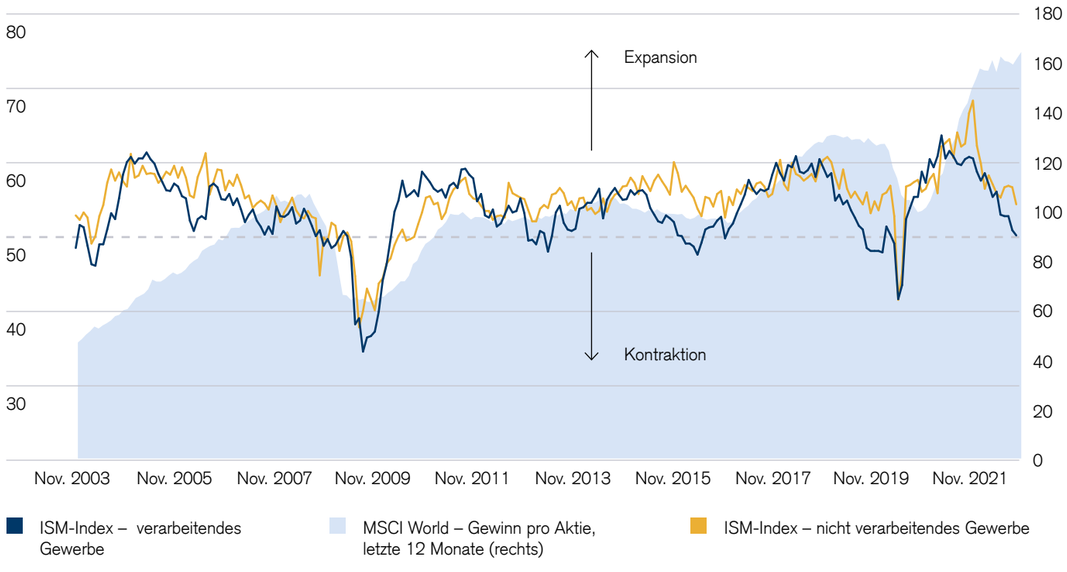
Belastung durch Realzinsen
Der Effekt steigender Realzinsen auf die Aktienbewertungen



Letzter Datenpunkt 07.11.2022 **Quelle** Refinitiv, Credit Suisse

Höhere Volatilität schafft mehr taktische Anlagechancen
Die vorstehend erörterten Risiken tragen zu einer hohen Aktienvolatilität bei, die bis weit ins Jahr 2023 hinein anhalten dürfte. In diesem Umfeld halten wir Diversifizierung für entscheidend und sehen aktiv verwaltete Lösungen im Vorteil. Zu den wichtigsten Abwärtsrisiken zählt eine hartnäckig hohe Inflation bei einer robusten Nachfrage. In einem solchen Szenario müssten die Zentralbanken ihre Geldpolitik noch stärker straffen, was zu einer schweren Rezession führen könnte. Auch eine Eskalation des Ukrainekriegs oder des Konflikts zwischen China und den USA in Bezug auf Taiwan würde Aktien belasten, wobei der Verteidigungssektor als einer der wenigen Sektoren profitieren dürfte. Neue COVID-19-Mutationen würden dem Gesundheitssektor zugutekommen. Unter den Aufwärtsrisiken hätte ein unerwartet rascher Inflationsrückgang, welcher der Fed eine sanfte Landung erleichtern würde, positive Auswirkungen auf Risikoanlagen, insbesondere auf Technologiewerte.

Gegen den Trend
In der Vergangenheit entwickelten sich die Gewinne im Einklang mit schwachen Daten des Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management (ISM)



Letzter Datenpunkt 31.10.2022 **Quelle** Refinitiv, Credit Suisse

Thema Preissetzungsmacht

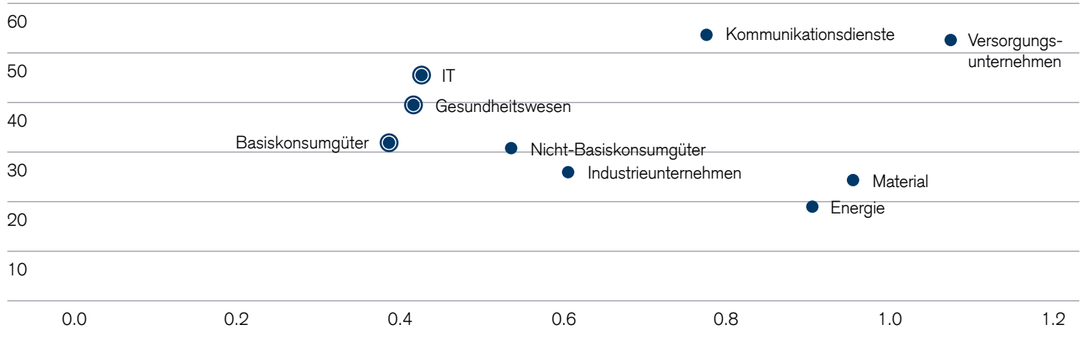
Preissetzungsmacht und Margenentwicklung bleiben für Anleger zentrale Themen, da die hohe Inflation 2023 weltweit anhalten dürfte. Um sich vor steigenden Inputkosten zu schützen, können Anleger Sektoren oder Unternehmen mit Preissetzungsmacht auswählen. Wir definieren Preissetzungsmacht als die Fähigkeit eines Unternehmens oder Sektors, Kosten ohne nennenswerte Auswirkungen auf die Margen und Gewinne weiterzugeben. Doch nicht alle Sektoren oder Unternehmen sind dazu gleichermassen in der Lage.

Bei der Beurteilung der Preissetzungsmacht haben wir die Marktkonzentration und die Margenstabilität berücksichtigt. In stark konzentrierten Sektoren ist die Preissetzungsmacht in der Regel höher, da wenige grosse Unternehmen den Markt dominieren. Bei relativer Betrachtung ist die Marktkonzentration in den Sektoren IT, Kommunikationsdienste und Nicht-Basiskonsumgüter am höchsten.

Brutto- und Gewinnmargen – und die Fähigkeit, die Margen zu halten und nachhaltig zu steigern – sind unserer Ansicht nach Schlüsselfaktoren für die Preissetzungsmacht. Bereinigt um Wachstumstrends waren die Bruttomargen in den Sektoren Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen und IT in der Vergangenheit besonders stabil. Die Gewinnmargen waren bei Basiskonsumgüter-, Gesundheits- und Nicht-Basiskonsumgüterunternehmen am stabilsten. Die Sektoren Basiskonsumgüter und Gesundheitswesen scheinen daher in der Lage zu sein, Kostensteigerungen ohne wesentliche Gewinnauswirkungen weiterzureichen.

Sektoren mit Preissetzungsmacht weisen somit sehr stabile Gewinnmargen auf, was sich unseres Erachtens auch in beständigen Gewinnschätzungen widerspiegelt. Ein Grund dafür könnte sein, dass es bei stabilen Margen leichter ist, steigende Kosten weiterzugeben, sodass Gewinnprognosen verlässlicher und stabiler werden. Auf Basis der von uns bewerteten Faktoren besitzen Basiskonsumgüter- und Gesundheitsunternehmen die grösste Preissetzungsmacht. Da die Wachstumsunsicherheit und die Inflation im 1. Halbjahr 2023 weltweit hoch bleiben dürften, werden sich diese Sektoren aus unserer Sicht als besonders widerstandsfähig erweisen.

Die Kosten weitergeben
Die Preissetzungsmacht nach Sektoren



Senkrechte Achse Quartalsdurchschnitte Bruttomargen (10 Jahre) **Waagrechte Achse** Standardabweichung in den Änderungen der Bruttomargen zum Vorquartal (QoQ)

Letzter Datenpunkt 06.10.2022 **Quelle** Refinitiv, Credit Suisse

Sektorausblick

Gesundheitswesen

Defensive Eigenschaften zu einem angemessenen Preis
Das Gesundheitswesen ist attraktiver bewertet als andere defensive Sektoren, und die Gewinnschätzungen für 2023 entsprechen jenen des globalen Aktienbenchmarks (MSCI World). Obwohl sich der Bewertungsaufschlag gegenüber globalen Aktien nach der starken Performance 2022 deutlich erhöht hat, bleibt der Sektor bei defensiven Anlagen unser Favorit. Gesundheitsausrüster werden 2023 wohl für das meiste Wachstum sorgen, während Pharmaunternehmen mögliche Bewertungsrückgänge abfedern dürften. Ein Ende der USD-Aufwertung, von welcher der Sektor 2022 stark profitiert hat, könnte ein Risiko darstellen. Zudem gefällt uns das Gesundheitswesen wegen seiner langfristigen Wachstumstreiber (bessere Gesundheitsversorgung in Schwellenländern, alternde Bevölkerung und neue Technologien wie mRNA-Impfstoffe).

Kommunikationsdienste

Zinshöchststand eröffnet Anlagechancen
Der Sektor Kommunikationsdienste bildete 2022 das Performanceschlusslicht, da der Zinsanstieg die Bewertungen einbrechen liess. Der Konjunkturabschwung dürfte die Werbeeinnahmen belasten, doch wir glauben, dass die Underperformance weitgehend hinter uns liegt und der Höchststand der Zinsen Chancen eröffnen wird. Die Bewertungen sind nicht mehr überhöht, und das erwartete Gewinnwachstum ist doppelt so hoch wie am Aktienmarkt insgesamt. Medien & Unterhaltung hat unseres Erachtens das grösste Wachstumspotenzial, Telekommunikationsaktien sind günstig und bieten attraktive Dividendenrenditen.

Basiskonsumgüter

Robuste Gewinne, doch Renditen sind ein Risiko
Der Basiskonsumgütersektor umfasst erstklassige Unternehmen mit stabilen Gewinnen und Margen und bleibt besonders für risikoaverse Anleger langfristig interessant. In der Vergangenheit korrelierte der Sektor negativ mit den Anleihenrenditen, doch 2022 blieb seine Performance trotz steigenden Renditen robust. Dass der Renditeanstieg nicht eingepreist wurde, ist ein wesentliches Risiko, ebenso wie ein potenzieller Konjunkturaufschwung (bei dem der defensive Basiskonsumgütersektor hinter dem Gesamtmarkt zurückbleiben dürfte). Angesichts der Wachstumssorgen ist jedoch eine weitere Marktkonsolidierung denkbar, bei der sich defensive Sektoren möglicherweise besser entwickeln.

Energie

2023 dürfte schwieriger werden
Der Energiesektor entwickelte sich 2022 besonders erfreulich, doch 2023 dürfte schwieriger werden. Die starke Cashflow-Generierung und die Kapitaldisziplin bieten noch einen gewissen Puffer, aber unsere Rohstoffstrategen halten die derzeitigen Energiepreise für nicht nachhaltig, da das Angebot der Nicht-OPEC-Länder steigen und die Nachfrage nachlassen wird. Daher dürften die Gewinne 2023 stärker sinken als in allen anderen Sektoren ausser dem Materialsektor. Der Bereich Exploration und Produktion erscheint besonders anfällig, gefolgt von integrierten Öl- und Gasunternehmen. Dank voraussichtlich stabilen Investitionsausgaben dürfte das Segment Ausrüstung und Dienstleistungen besser abschneiden (Förderung und Raffination werden wahrscheinlich auch 2023 noch rentabel sein).

Nicht-Basiskonsumgüter

High-End-Segmente bevorzugt
Segmente mit Fokus auf Premium-Konsumenten, etwa Luxusgüterwerte, dürften 2023 gut abschneiden. Mit Blick auf die unsicheren globalen Wachstumsaussichten sind die robusten Margen und die Preissetzungsmacht des Sektors unseres Erachtens von Vorteil. Die Bewertungen sind attraktiv, und die Konsumtrends dürften angesichts der Zielkundschaft und der Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft anhalten. Wir erwarten jedoch, dass die zyklischeren Elemente des Sektors im 1. Halbjahr 2023 unter der globalen Nachfrageabschwächung leiden werden.

Finanzen

Nettozinsertrag beflügelt Gewinne, doch Rezessionsrisiken drohen
Das höhere Zinsniveau, das die Zinserträge und Gewinne steigen lässt, dürfte Finanzwerten zugutekommen, doch die Rezessionsrisiken sprechen 2023 für eine ausgewogenere Einschätzung des Sektors. Der Sektor wirkt robuster als in früheren Rezessionen – die Banken sind gut kapitalisiert und dank regulatorischen Anforderungen und soliden Bilanzen für einen Abschwung gerüstet. Die Fundamentaldaten erscheinen attraktiv, da die Bewertungen günstig sind und sich die Ertragslage durch den Zinsanstieg verbessert. Sofern die Konjunktur nicht massiv einbricht, dürfte sich der Sektor 2023 positiv entwickeln.

Industrieunternehmen

Erhebliche Rezessionsrisiken
Die Industrie zählt zu den besonders konjunktursensiblen Sektoren, insbesondere das verarbeitende Gewerbe und die Industrieproduktion. Nach Ansicht unserer Ökonomen befindet sich die Güternachfrage bereits in einer Rezession, und die Dynamik der Industrieproduktion dürfte stark nachlassen. Wir gehen davon aus, dass der Konjunkturabschwung die Segmente Investitionsgüter und Transportwesen belasten wird, während Luftfahrt und Verteidigung von den wachsenden Konfliktrisiken und geopolitischen Spannungen profitieren könnten. Insgesamt dürfte sich der Sektor analog zum globalen Aktienbenchmark (MSCI World) entwickeln, wobei die Abwärtsrisiken 2023 zunehmen werden.

Informationstechnologie

Gewinne wieder im Fokus
Aufgrund seiner hohen Sensibilität gegenüber steigenden Renditen blieb der Sektor 2022 zurück. Einige Belastungsfaktoren könnten zwar bis zum Ende der geldpolitischen Straffung bestehen bleiben, doch nach dem Höchststand der Renditen dürften die attraktiven Fundamentaldaten des Sektors wieder in den Marktfokus rücken. Der IT-Sektor erscheint jetzt fair bewertet und bietet selbst bei einem Konjunkturabschwung ein überdurchschnittliches Gewinnwachstumspotenzial. Die Fähigkeit des Sektors, die Margen auf hohem Niveau zu halten (die Reingewinnmarge ist mit knapp 20% fast doppelt so hoch wie die des MSCI World), ist im aktuellen Umfeld besonders attraktiv. Unter den Teilsektoren bietet Software & Dienste dank hoher wiederkehrender Umsätze die grösste Gewinnstabilität.

Material

Gewinne in Gefahr
Materialaktien hielten sich Anfang 2022 gut, fielen dann aber der breiten Verkaufswelle zum Opfer. 2023 dürfte der Druck auf diesen sehr zyklischen Sektor wachsen. Der Abschwung dürfte den Gütersektor am stärksten belasten. Im Bereich Metalle und Bergbau dürfte die Nachfrage auch sinken, da die Wohnungsbau- und Infrastrukturausgaben reduziert werden, und die höheren durchschnittlichen Energiekosten schmälern die Margen. Der Sektor muss 2023 mit den stärksten Gewinnrückgängen rechnen – die Unternehmen dürften ihre Investitionspläne zurückschrauben, die Geschäftstätigkeit verringern und ihre Dividenden kürzen.

Versorgungsunternehmen

Regulierung und erneuerbare Energien im Fokus
Der Versorgersektor erwies sich 2022 als besonders widerstandsfähig und profitierte von den ungünstigen Marktbedingungen, da defensive Werte eine Outperformance erzielten. Angesichts der Wachstumsverlangsamung und der zunehmenden Rezessionsrisiken erwarten wir, dass das makroökonomische Umfeld für den Sektor 2023 günstig bleibt. Die Gewinne dürften sich robust zeigen, doch die Bewertungen sind zum Jahreswechsel hoch. Da die Risiken für die Energieversorgung bestehen bleiben, werden die Regulierungsrisiken und die Energiewende unseres Erachtens in den Mittelpunkt rücken. Der Sektor dürfte sich analog zum globalen Aktienbenchmark (MSCI World) entwickeln, doch bei einer unerwartet deutlichen Wachstumsverlangsamung oder Rezession ist eine anhaltende Outperformance 2023 denkbar.

Aktien-Anlagestile

Aus Sicht der Aktien-Anlagestile war 2022 ein schwieriges Jahr, in dem die restriktive Geldpolitik und geopolitische Ereignisse eine stark negative Markttendenz zur Folge hatten. Defensive Stile wie «Dividenden» und «Minimum Volatility» wurden durch die höheren Benchmarkrenditen unterstützt und schnitten bei relativer Betrachtung besser ab, ebenso wie «Value». Angesichts des schwierigen Konjunkturumfelds und der anhaltenden Unsicherheit bevorzugen wir für 2023 den «Quality»-Stil, der den Fokus auf Gewinnstabilität, geringe Verschuldung und eine hohe Eigenkapitalrendite legt und sich daher mit Blick auf die erwarteten Belastungsfaktoren gut entwickeln dürfte. Sollte sich die Situation jedoch unerwartet schnell und deutlich verschlechtern, wäre es ratsam, auf «Minimum Volatility» und teilweise auf Dividendenstile zu setzen. Dagegen würde «Value» bei einer ausgeprägten Rezession stärker unter Druck geraten.

Unsicherheit rückt Qualität ins Rampenlicht

Regionaler Ausblick

USA

Solide Gewinne, aber relativ hohe Bewertung
Die Bewertungen von US-Aktien sanken 2022 drastisch, da die US-Notenbank (Fed) ihren Leitzins deutlich anhob. Insbesondere der in den USA so wichtige Technologiesektor geriet 2022 stark unter Druck. Der US-Aktienmarkt weist zwar relativ stabile Gewinne auf, wird jedoch im weltweiten Vergleich immer noch mit einem Aufschlag gehandelt. Das Wachstum dürfte nachlassen, der Konjunkturausblick bleibt aber besser als in Europa, da die USA weniger von Energieimporten abhängen. Wir glauben, dass 2023 für US-Aktien zweigeteilt verlaufen wird. Solange die Fed an ihrem restriktiven Kurs festhält und die Zinsen hoch bleiben, werden sich US-Aktien eher verhalten entwickeln. Doch sobald die Märkte eine lockerere Geldpolitik einpreisen, könnten sich die Kurse erholen.

Eurozone

Geopolitische und Wachstumsrisiken trüben die Aussichten
Mit Blick auf 2023 beurteilen wir die Aktienmärkte der Eurozone vorsichtig, da die makroökonomischen Negativfaktoren die Kurse weiter belasten dürften. Nach Ansicht unserer Ökonomen wird sich die Eurozone Anfang 2023 bereits in einer Rezession befinden, und die geopolitischen Risiken trüben die Aussichten zusätzlich ein. Aufgrund der deutlich schlechteren Aussichten für Konsumenten und Unternehmen dürfte das Gewinnwachstum in Europa im Vergleich zum breiten MSCI World Index zurückbleiben. Ein Friedensabkommen in der Ukraine wäre für die Region positiv.

Grossbritannien

Günstige Bewertung, schwaches Wachstum
Der britische Markt entwickelte sich 2022 besser als globale Aktien (in Lokalwährung). Ausschlaggebend dafür war das stärkere Gewinnwachstum dank der Sektorstruktur des Markts (höhere Gewichtung von Energie- und defensiven Werten). Britische Aktien profitierten 2022 auch von der Abwertung des GBP, da die Unternehmen den Grossteil ihrer Umsätze an den internationalen Märkten erzielen. Grossbritannien bietet ein äusserst attraktives Bewertungsniveau und eine der höchsten Dividendenrenditen in den Industrieländern. Negative Gewinnwachstumsprognosen für die nächsten zwei Jahre machen jedoch viele dieser Vorteile zunichte. Angesichts des ausstehenden Handelsabkommens mit der EU und der geopolitischen Unsicherheiten sehen wir derzeit keine positiven Katalysatoren für die Bewertungen.

Schweiz

Defensive Eigenschaften sind angesichts der Unsicherheit attraktiv
Am Schweizer Aktienmarkt dominieren sogenannte defensive Sektoren: Mehr als 60% des Benchmarks entfallen auf Gesundheits- und Basiskonsumgüterwerte. Folglich entwickeln sich Schweizer Aktien in der Regel überdurchschnittlich, wenn die Einkaufsmanagerwerte fallen – und umgekehrt. In einem von nachlassendem Wachstum und Volatilität geprägten Umfeld dürften sie daher eine Outperformance erzielen. Auch die Gewinnaussichten sind für Schweizer Aktien relativ gut: 2023 wird ein zweistelliges Gewinnwachstum erwartet. Ein stärkerer CHF ist für den exportorientierten Schweizer Markt ein Risiko, doch passen sich die Unternehmen tendenziell meist rasch an Aufwertungen an.

Japan

Währungsentwicklung ist entscheidend
Japan übertraf 2022 andere Aktienmärkte, in erster Linie dank Währungseffekten. Während die meisten Zentralbanken ihre Geldpolitik aggressiv strafften, hielt die Bank of Japan an ihrer expansiven Haltung fest, was den JPY belastete. Unserer Ansicht nach wird die Währungsentwicklung japanische Aktien auch 2023 massgeblich beeinflussen. Japanische Aktien sind zwar günstig bewertet, doch Japan ist ein sehr zyklischer Markt und könnte unter der anhaltenden Konjunkturabkühlung leiden.

Asien

Keine Erholung absehbar
Asiatische Aktien (ohne Japan) standen 2022 unter Druck, da Chinas Null-COVID-Politik, die weltweite Wachstumsabkühlung und die USD-Stärke die Gewinne in der Region belasteten. Aus unserer Sicht wird auch 2023 schwierig werden, da die Straffung der Geldpolitik die asiatischen Volkswirtschaften bremsen und zu einem mageren Gewinnwachstum führen dürfte. Die Bewertungen sind zwar angemessen und die Positionen ausländischer Anleger bleiben niedrig, doch der Region mangelt es an Katalysatoren für eine starke Erholung. Trotz der zunehmend lockeren Geld- und Fiskalpolitik rechnen wir mit einer anhaltend schwachen Entwicklung der chinesischen Wirtschaft, bis die Null-COVID-Politik flexibilisiert wird. Dagegen sollten die Märkte Südasiens von der Erholung nach der Pandemie profitieren. Relativ betrachtet werden sie jedoch mit einem hohen Aufschlag gehandelt, ein Grossteil der Erholung könnte somit bereits eingepreist sein. Daher erwarten wir, dass sich die Aktien der Region analog zu den globalen Märkten entwickeln. Innerhalb Asiens bevorzugen wir Aktien, die von Chinas Fokus auf den Nachhaltigkeitssektor profitieren – ein Bereich mit starker staatlicher Unterstützung und robustem Gewinnwachstum.

Lateinamerika

Geografische Isolation bietet Vorteile
Nach einer starken Performance im Jahr 2022 rechnen wir bei lateinamerikanischen Aktien 2023 mit attraktiven Erträgen. Die Region dürfte vom Reshoring der Lieferketten profitieren, was der Wirtschaft Auftrieb geben könnte. Finanzwerte (25% des MSCI Emerging Markets Latin America Index) dürften durch die hohen Leitzinsen weiterhin gut unterstützt werden. Die lateinamerikanischen Zentralbanken strafften ihre Geldpolitik als Erste, und wir rechnen bereits ab dem 2. Quartal 2023 mit Zinssenkungen, die dem Markt zugutekommen könnten. Die Bewertungen sind attraktiv, ebenso wie die Dividendenrendite von rund 7.8%. Die Entwicklung der Rohstoffpreise dürfte die Erträge erheblich beeinflussen. Wir rechnen mit Volatilität, da die künftige Regierung Brasiliens wahrscheinlich neue finanzpolitische Regeln und Vorschriften für bestimmte Sektoren einführen wird. Die weltweiten Lieferkettenprobleme und die durchschnittlichen Rohstoffpreise schaffen jedoch ein Umfeld, von dem lateinamerikanische Aktien stärker profitieren dürften als andere Schwellenmärkte.

Osteuropa, Naher Osten und Afrika

Klarer Lichtblick in der Region
Wir erwarten, dass sich die Märkte in Osteuropa, dem Nahen Osten und Afrika (EEMEA) 2023 analog zum Referenzindex MSCI Emerging Markets entwickeln werden, und bevorzugen dabei den Nahen Osten und die Länder des Golfkooperationsrats (GCC). Die geopolitischen Schocks und die steigenden Energiepreise lösten in der Region EEMEA 2022 starke Turbulenzen aus, die in den einzelnen Ländern zu einer unterschiedlichen Performance führten. Die osteuropäischen Märkte litten unter dem Ukrainekrieg und den damit verbundenen Störungen der Energieversorgung, die unseres Erachtens auch 2023 Belastungsfaktoren bleiben werden. Südafrika dürfte sich im Einklang mit dem Benchmark entwickeln, da der Rückgang der Metallpreise aufgrund der globalen Wachstumssorgen die Gewinnaussichten verschlechtert hat. Die Märkte des Nahen Ostens und des GCC zeigten sich erstaunlich robust und sind auf gutem Weg, im zweiten Jahr in Folge die stärkste Performance aller Regionen weltweit zu erzielen. Für diese Erträge sind drei Faktoren ausschlaggebend: die hohen Ölpreise, die in den nächsten drei Jahren zu einem kumulierten Leistungsbilanzüberschuss von über USD 1 Bio. führen dürften; die erfolgreichen Reformen, welche die Wirtschaft ausserhalb des Ölsektors belebt haben, insbesondere in Saudi-Arabien und den Vereinigten Arabischen Emiraten; sowie die anhaltenden Börsengänge und die Lockerung der Eigentumsbeschränkungen für ausländische Anleger, die dazu beigetragen haben, das Gewicht der GCC-Länder im MSCI Emerging Markets von 1.4% im Jahr 2018 auf rund 8% zu Beginn des 4. Quartals 2022 zu erhöhen. Wir erwarten, dass diese Faktoren 2023 Bestand haben, wenn auch mit geringerer Intensität als in den beiden Vorjahren. Zudem ist das Engagement institutioneller Schwellenmarktanleger in der Region gering. Daher dürften die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland in den kommenden Jahren strukturell stabiler bleiben als zuvor. Angesichts dieser Faktoren gehen wir davon aus, dass der GCC ein Lichtblick bleibt und 2023 deutlich defensivere Erträge erzielen wird als das Universum der Schwellenländer insgesamt.

Weitere Schwäche bei chinesischen Aktien

Wir erwarten, dass sich chinesische Aktien in der 1. Jahreshälfte 2023 schwach entwickeln und damit den seit Anfang 2021 bestehenden aggressiven Abwärtstrend fortsetzen. Hongkong, wo der Hang Seng Index ein Mehrjahres-Top gebildet hat, dürfte die stärksten Verluste erleiden. Die Indikatoren für Marktbreite und Volumen sowie die Abwertung des CNY gegenüber dem USD verstärken den negativen Ausblick. Mehrere Sektoren leiden zudem unter den negativen Entwicklungen.

Grösste Sorge bereitet uns der bereits erwähnte Hang Seng Index in Hongkong, der den Jahrestiefstand und die Tiefs des Jahres 2016 bei 18'279/235 Zählern unterschritten und somit eine wichtige langfristige Unterstützung verloren hat. Im Oktober kam es bereits zu einigen neuerlichen starken Rückgängen. Diese jüngste Schwächephase hat für stark überverkaufte Niveaus bei chinesischen Aktien gesorgt, und es dürfte zu Jahresende zu einer Konsolidierung kommen, durch die dieses überzogene Umfeld behoben werden dürfte. Da wesentliche Tops ausgebildet wurden, wird dies lediglich eine vorübergehende Pause bedeuten, bevor sich der zugrunde liegende Abwärtstrend in Richtung 14'560 und schliesslich unserem Zielwert des Retracements von 61.8% des Anstiegs von 1974 bei 12'885 fortsetzt.

Die Erholung des MSCI China Index nach dem Tief vom März wurde vor dem fallenden 200-Tage-Durchschnitt gestoppt, und der Abwärtsdruck kehrte im Oktober schnell zurück. Der Index sank unter die potenzielle Nackenlinie seines März-Tiefs zu einem Mehrjahrestief vom Oktober 2011 und kurzzeitig unter das Tief von 2016 bei 47.99. Da der Markt bereits stark überverkauft ist, könnte es zu einer weiteren Konsolidierungsphase kommen. Eine Unterschreitung der Marke von 47.99 würde ein Mehrjahres-Top und eine Trendwende nach unten bestätigen, wobei wir die nächste Unterstützung dann zunächst beim Tief von 44.48 vom Jahr 2011 sehen.

Der Shenzhen CSI 300 Index bildete Anfang 2022 ein umfangreiches und wichtiges «Kopf-und-Schulter»-Top aus, was nach Ansicht unserer technischen Analysten einen langfristigen Übergang hin zu einem Abwärtstrend markiert, wobei der Markt bis Ende April deutlich nachgab. Wir sehen zwar Spielraum für eine weitere Konsolidierung bei unserem nächsten Zielwert/der nächsten Unterstützung von 3'503 – dem wichtigen Tief von 2020. Aus technischer Sicht spricht aber nichts gegen einen weiteren kurzfristigen Rückgang, wobei die nächste Unterstützung dann beim Fibonacci-Retracement von 61.8% der gesamten Aufwärtsbewegung ausgehend vom Tief aus dem Jahr 2008 bei 3'259 und danach beim langfristigen Aufwärtstrend ausgehend vom selben Tief bei derzeit 3'155 läge.

Ein weiterer Negativfaktor für chinesische Aktien ist die jüngste starke Abwertung des CNY/CNH gegenüber dem USD, da solche Schwächephasen den Aktienmarkt unseres Erachtens meist belasten. Wir erachten die jüngste Schwächephase als Korrektur und erwarten weiterhin, dass USD/CNY in den kommenden drei bis sechs Monaten weiter steigt, wobei der nächste Widerstand bei 7.42/745, dem langfristigen 61.8%-Fibonacci-Retracement, und dann bei 7.780 liegen dürfte.

US-Inflationserwartungen dürften 2023 sinken

Unseres Erachtens werden die 10-jährigen US-Break-even-Inflationserwartungen (BEIs) 2023 sinken, was das Aufwärtspotenzial der nominalen Renditen begrenzen dürfte.

Dieser Ausblick beruht auf der Bestätigung eines wichtigen Kopf-Schulter-Top-Musters der 10-jährigen BEIs. Die realisierte Inflation bleibt vorerst hoch, und ein Rückgang der Inflationserwartungen ist kaum vorstellbar. Wir sind jedoch überzeugt, dass die Märkte vorausblicken und dieses wichtige Top signalisiert, dass der Markt für 2023 eine höhere Wahrscheinlichkeit einer Rezession einpreist, die wiederum die Inflation stark senken würde. Vor diesem Hintergrund hält der Markt die anfängliche Unterstützung, die das 38.2%-Retracement der Aufwärtsbewegung von 2020/22 bei 208 Basispunkten (Bp) bildet. Wir rechnen jedoch zu gegebener Zeit mit einem Durchbruch dieser Marke nach unten und sehen die nächste Unterstützung bei 200 Bp und dann bei 182/177 Bp, wobei das gemessene Top-Ziel bei 150/146.5 Bp liegt. Angesichts der nach wie vor hohen realisierten Inflation erwarten wir nicht, dass dieses Niveau schnell erreicht wird. Den zentralen Widerstand sehen wir bei 258 Bp.

Ein wichtiges Top der US-Inflationserwartungen dürfte das Aufwärtspotenzial der nominalen Anleihenrenditen 2023 begrenzen. Dies halten unsere technischen Analysten jedoch nur für wahrscheinlich, wenn die BEIs deutlicher sinken und auch technische Anzeichen darauf hinweisen, dass die 10-jährigen US-Realrenditen den Zenit überschritten haben könnten.

Die hohe und steigende Inflation hatte 2022 eine schwache Performance der meisten traditionellen Anlageklassen zur Folge, wobei Anleihen und Aktien aufgrund hoher Verluste ungewöhnlich stark korrelierten. Ein Rückgang der Inflationserwartungen dürfte dazu beitragen, dass die Aktien-Anleihen-Korrelation 2023 wieder ein normaleres, negatives Niveau erreicht. Dadurch sollte sich ein wichtiges Top des US-Aktien-Anleihen-Verhältnisses herausbilden, das zu einer starken Underperformance von Aktien in den nächsten drei bis sechs Monaten führt.

Geldpolitik und Wachstum dürften die Devisenkurse prägen

Wir gehen davon aus, dass der USD 2023 überbewertet bleibt. Eine Trendwende beim USD ist nach wie vor weitgehend von einem Kurswechsel in der US-Geldpolitik und besseren globalen Wachstumsaussichten abhängig. Die deutliche Unterbewertung des JPY dürfte sich zwar umkehren, aber letztlich die Bank of Japan (BoJ) zur Aufgabe ihrer Zinskurvensteuerung zwingen. Bei Schwellenländerwährungen rechnen wir generell mit anhaltender Schwäche. In einer Welt erhöhter Volatilität und rasch wechselnder Devisenmarkttreiber wird ein aktives Währungsmanagement entscheidend sein.

Der USD-Index (DXY) dürfte 2022 die beste Jahresperformance seit Jahrzehnten erzielen. Diese ungewöhnliche Stärke, die zu einer erheblichen Überbewertung des DXY geführt hat, ist unseres Erachtens gerechtfertigt. Die US-Wirtschaft zeigte sich stark, was für eine angespannte Lage am Arbeitsmarkt sorgte. Da die Teuerung deutlich über ihrem Inflationsziel lag, musste die US-Notenbank (Fed) ihre Geldpolitik so schnell straffen wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Aufgrund des attraktiveren Zinsvorteils (Carry) stellte dies eine wichtige Unterstützung für den USD dar. Ferner erwies sich der Status des USD als sicherer Hafen angesichts der sich weltweit eintrübenden Risikostimmung als zugkräftig. Diese beiden Faktoren dürften 2023 fortbestehen und der USD sollte daher weitgehend überbewertet bleiben. Später im Jahr könnte eine Trendwende beim USD eintreten. Eine weniger restriktive US-Geldpolitik und bessere globale Konjunkturaussichten wären erforderlich, damit der USD seine Zugewinne wieder abgibt.

JPY-Schwäche dürfte sich beizeiten umkehren
Von den G10-Währungen litt der JPY am stärksten unter dem sich ausweitenden Zinsgefälle im Jahr 2022. Die BoJ dürfte zumindest bis März 2023 an ihrer Zinskurvensteuerung festhalten. Daher wird der starke Druck, unter dem der JPY trotz der jüngsten Intervention zu seiner Stützung steht, wahrscheinlich kaum nachlassen. Zudem steigt in Japan erstmals seit 2014 der Inflationsdruck, wobei die starken Kursverluste des JPY die importierte Preisinflation verstärken könnten. Eine schlussendliche Abkehr der BoJ von ihrer Politik der Zinskurvensteuerung im Jahr 2023 stellt somit ein zentrales Risiko dar. Zusammen mit dem für 2023 erwarteten Schwenk der Fed zu einem weniger restriktiven Kurs dürfte dies die deutliche JPY-Abwertung beenden und könnte die von uns auf 40% geschätzte Unterbewertung des JPY gegenüber dem USD deutlich umkehren.

Aktive und flexible Währungsstrategie
Die Wechselkursschwankungen haben sich seit Jahresbeginn praktisch verdoppelt. Einen ähnlich starken Anstieg erwarten wir im Jahr 2023 nicht, doch die Volatilität dürfte im historischen Vergleich weiterhin hoch ausfallen. Das ungewisse Tempo der globalen Wachstumsverlangsamung (oder Rezession in einigen Ländern), die holprige Inflationsnormalisierung und die anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten lassen ein weiteres Jahr potenziell grosser Marktschwankungen erwarten. Ein aktives und flexibles Währungsmanagement wird daher entscheidend für die Anleger sein. Beispielsweise könnten erneut aufkommende Risiken in den Peripherieländern die Europäische Zentralbank zum Eingreifen zwingen oder die Gespräche über die Auflage einer EU-Gemeinschaftsanleihe wieder anstossen, um einer möglichen EUR-Abwertung Einhalt zu gebieten, weshalb ein dynamisches Management von EUR-Positionen nötig ist.

Geringerer Carry und Wachstumsrisken bremsen Schwellenländerwährungen
2022 hielten sich die Schwellenländerwährungen im Vergleich zu den meisten Industrieländerwährungen gut. Doch trotz den bereits günstigen Bewertungen gestaltet sich der Ausblick gegenüber dem USD weiterhin schwierig. Anfang 2023 dürften die anhaltende Straffung des globalen Finanzumfelds und die restriktive Fed den USD weiterhin unterstützen. Im 2. Halbjahr 2023 könnte der USD dann etwas von seiner Stärke einbüssen. Zwar dürfte die Konjunkturentwicklung in den Schwellenländern etwas besser ausfallen als in den USA, doch Rezessionsrisiken könnten das Umfeld für Schwellenländerwährungen weiterhin überschatten. Die Zentralbanken einiger Schwellenländer dürften ihre Geldpolitik früher wieder lockern als die Fed. Angesichts der hohen Volatilität könnten sich der Carry-Puffer und der risikobereinigte Carry dadurch weiter verringern. Ein schwierigeres Preisumfeld bei Rohstoffen würde die Inflationsentwicklung in den Schwellenmärkten begünstigen, aber die Terms of Trade (Verhältnis von Export- zu Importpreisen) verschlechtern, die im 1. Halbjahr 2022 eine wichtige Unterstützung für Schwellenländerwährungen darstellten. Bei Schwellenländerwährungen, die stärker von den Rezessionsrisiken in den Industrieländern sowie den geopolitischen Spannungen und der Abschwächung in China betroffen sind, lassen wir Vorsicht walten. Insbesondere osteuropäische Währungen wie der PLN erscheinen aufgrund der starken Handelsbeziehungen des Landes mit der EU und der geografischen Nähe zum Ukrainekrieg anfällig.

CNY-Schwäche dürfte anhalten
Angesichts des robusten USD-Trends dürften sich die Währungen der asiatischen Schwellenländer im 1. Halbjahr 2023 weiterhin schwach zeigen. In der gesamten Region ist mit geringfügigen Unterschieden zu rechnen, je nach der Abhängigkeit von den Exporten verarbeiteter Erzeugnisse, die voraussichtlich stärker unter der sinkenden globalen Nachfrage leiden werden als Rohstoffe und Dienstleistungen. Vor allem deshalb dürfte der CNY abwerten, aber auch aufgrund des Anstiegs der Importe, der zu erwarten ist, wenn sich die expansive Fiskal- und Geldpolitik in den kommenden Monaten in der Realwirtschaft niederschlägt. Darüber hinaus dürfte die Lockerung der COVID-19-Beschränkungen den Tourismus wiederbeleben und den Leistungsbilanzüberschuss von derzeit 2% des Bruttoinlandprodukts in die Nähe des Vorpandemieniveaus von 0.5% sinken lassen. Da der CNY auf handelsgewichteter Basis immer noch 3% bis 4% über seinen Vorpandemiehochs notiert, dürften die chinesischen Behörden mit einer deutlichen CNY-Abwertung überaus zufrieden sein. Innerhalb der Region dürfte sich die IDR aufgrund des Handelsüberschusses und des attraktiven Carry gegenüber dem USD, der zu den höchsten der Region zählt, 2023 als robuster erweisen.

Implizierte Leitzinsen in ausgewählten Industrie- und Schwellenländern
In Basispunkten

Hinweis Marktimplizierte Zinserhöhungen für die kommenden 12 Monate werden auf der rechten Seite angezeigt, Zinssenkungen auf der linken Seite. Das «+»-Zeichen stellt dar, welche Zinssätze die Märkte in 12 Monaten im Vergleich zu den derzeitigen Sätzen erwarten, also die marktimplizierten Zinserhöhungen und -senkungen für die kommenden 12 Monate auf Nettobasis (d.h. kumuliert).

Letzter Datenpunkt 10.11.2022 **Quelle** Bloomberg, Credit Suisse

Selektiv bleiben

Das Umfeld für Immobilien wird sich 2023 unseres Erachtens schwieriger gestalten, da die Anlageklasse durch höhere Zinsen und ein schwächeres Wirtschaftswachstum belastet wird. Wir geben börsennotierten Immobilienwerten den Vorzug vor direkten Immobilienanlagen und bevorzugen Sektoren mit starken langfristigen Nachfragetreibern.

Der Ertragsausblick für die globalen Immobilienmärkte wird durch höhere Zinsen und ein schwächeres Wirtschaftswachstum getrübt, aber zum Teil durch den eingebetteten Inflationsschutz durch vertraglich festgelegte Mieten gestützt. Höhere Zinsen sorgen für höhere Finanzierungskosten und belasten die Immobilienbewertung durch höhere Diskontierungssätze, während die rückläufige Wirtschaftsaktivität die Mieternachfrage vor allem in den zyklischeren Segmenten wie Büro- und Detailhandelsimmobilien mindert. Positiv ist, dass die Mieten an die Inflation gekoppelt oder während der Mietdauer um einen bestimmten Betrag erhöht werden können und so einen gewissen Schutz vor der erhöhten Inflation bieten. Während börsennotierte Immobilienwerte in den ersten neun Monaten des Jahres 2022 nachgaben, erwiesen sich direkte Immobilienanlagen als recht widerstandsfähig. Sie dürften noch nicht von den Belastungsfaktoren betroffen sein, die dem Sektor zusetzen.

Börsennotierte Immobilienanlagen: Präferenz für die USA und die Schweiz
Die Bewertungen an den Märkten für börsennotierte Immobilienwerte spiegeln – zumindest teilweise – den schwierigen Ausblick für die Immobilienmärkte wider, denn die Bewertungen sind im Jahr 2022 in Richtung ihrer langfristigen Durchschnittsniveaus gefallen. Auf regionaler Ebene dürften US-Immobilienwerte 2023 von einem niedrigeren, aber nach wie vor positiven Wirtschaftswachstum sowie einem stärkeren Bezug zu Sektoren mit einem starken strukturellen Wachstum, wie Logistik, Mietlager und Rechenzentren, profitieren. Immobilienanlagen aus der Eurozone werden hingegen mit einem deutlichen Abschlag auf den Nettoinventarwert von über 50% gehandelt. Wir rechnen aber vor allem im 1. Halbjahr 2023 mit anhaltender Belastung durch steigende Zinsen und eine rückläufige Wirtschaftsdynamik. Dasselbe gilt für börsennotierte Immobilienanlagen aus Grossbritannien, während entsprechende Anlagen aus der Schweiz von einem robusteren Wirtschaftswachstum und niedrigeren Inflationsdruck profitieren. Für besonders attraktiv halten wir Schweizer Immobilienfonds, da diesen ein positiver Ausblick für die Wohnimmobilienmärkte bei günstigen Bewertungen zugutekommt.

Direkte Immobilienanlagen: Fokus auf das Mietwachstum
Da die Bewertungen 2023 voraussichtlich unter Druck geraten, dürften Anleger bei Neuakquisitionen vorsichtiger vorgehen. Bei den Renditen von erstklassigen Immobilien wird mit einem Anstieg um durchschnittlich 100 Basispunkte gerechnet, während der Immobilienwert bis Ende 2023 über alle Sektoren hinweg um 15% bis 20% sinken dürfte (Quelle: Property Market Analysis). Die Bewertungen dürften daher allmählich attraktiver ausfallen, was 2024 potenziell für Anlagechancen sorgt. In Segmenten mit positivem Mietwachstum (z.B. Wohnbau, Logistik) rechnen wir aufgrund der günstigen Angebots-Nachfrage-Dynamik indes mit weniger starken Rückgängen. Logistikimmobilien dürften weiterhin von der zunehmenden Verbreitung des Onlinehandels, den grösseren Lagerbeständen und den Rückverlagerungsbemühungen profitieren, welche die Nachfrage selbst bei einem Konjunkturabschwung stützen. Höherwertige Büroobjekte, die zudem bei ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales und Governance) gut abschneiden, werden unserer Ansicht nach weiterhin unter der grösseren Bereitschaft zu Homeoffice leiden.

Verbesserte Ertrags-aussichten

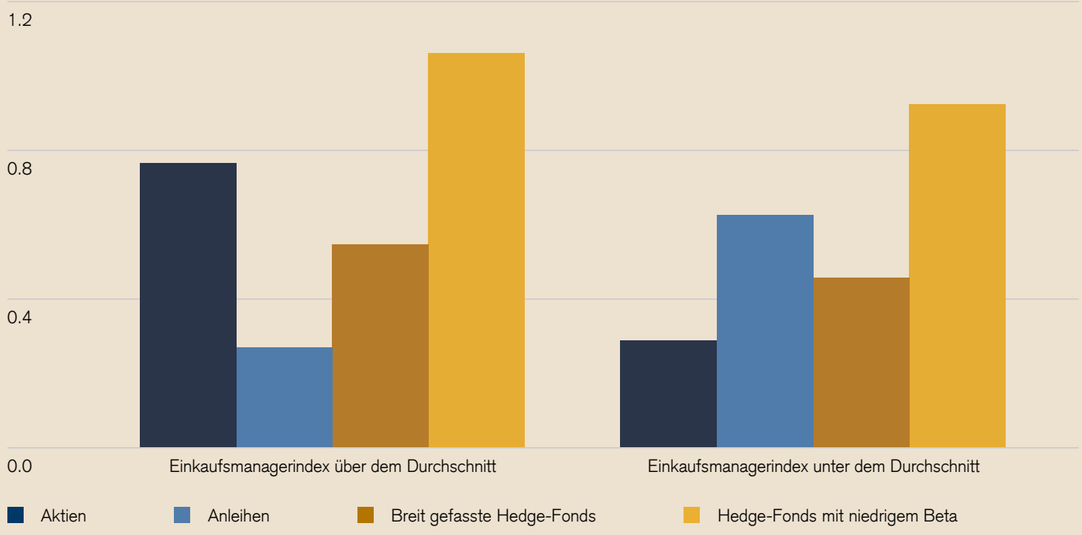
2023 dürften Hedge-Fonds im Vergleich zu traditionellen Anlagen besser abschneiden als in der Vergangenheit. Selektivität ist entscheidend, und wir heben marktneutrale, Relative-Value-Multi-Strategie- sowie Private-Yield-Anlagen als potenzielle Ertragsalternative innerhalb traditioneller Portfolios hervor.

2022 erzielten Hedge-Fonds und insbesondere Strategien mit niedrigem Beta die grösste Outperformance gegenüber globalen Aktien und Anleihen seit der Auflegung von Hedge-Fonds-Indizes in den 1990er-Jahren. Angesichts steigender Zinsen, eines langsameren Wirtschaftswachstums und einer immer noch erhöhten Inflation rechnen wir damit, dass die Überschusserträge von Hedge-Fonds im Vergleich zu traditionellen Aktien und Anleihen weiterhin höher ausfallen werden als im vergangenen Jahrzehnt. Dabei verbessert sich das Ertragspotenzial durch aktives Management und alternative Ertragsfaktoren.

Strategien, die von Zins- und Inflationsanstiegen profitieren

Hedge-Fonds-Manager werden unseres Erachtens von den grossen Performanceunterschieden zwischen den Unternehmen profitieren, die sich aus ihrer Sensibilität gegenüber der Inflation, ihrer Preissetzungsmacht und ihrer Verschuldung ergeben. Marktneutrale Strategien dürften ein asymmetrisches Ertragsprofil bieten, das sich durch ein grösseres Aufwärtspotenzial und begrenzte Verluste bei fundamental stärkeren Unternehmen auszeichnet. Darüber hinaus führen höhere Zinsen und verhaltenes Wachstum potenziell zu höheren Erträgen aus alternativen Quellen wie Carry und Mean Reversion, was Multi-Strategie-Relative-Value-Ansätzen zugutekommt. Ein von hoher Inflation geprägtes Umfeld wirkt sich auch positiv auf alternative Renditestrategien wie Private Credit und Infrastrukturanlagen aus. Im Fokus stehen dabei Anlagen in Bereichen wie saubere Energie und Transport, die von höheren Fiskalausgaben im Zusammenhang mit der Klimawende in diesen Segmenten profitieren. Die deutlichen Unterschiede zwischen den Performance-Spitzenreitern und -Schlusslichtern verdeutlichen jedoch abermals, wie wichtig Titelauswahl und Due Diligence sind.

In einem schwierigen Umfeld erzielen Hedge-Fonds eine Outperformance
Performance verschiedener Anlageklassen bei starken/schwachen Einkaufsmanagerindizes: Seit 2000



Letzter Datenpunkt Oktober 2022 **Quelle** Bloomberg, Credit Suisse

Sich wandelnde Chancen

Da sich das Wachstum verlangsamt und die Zinsen steigen, dürften die Asset-Preise weiter unter Druck bleiben. Die privaten Märkte dürften moderatere Rückgänge verzeichnen als ihre öffentlichen Pendants, während niedrigere Asset-Preise Gelegenheiten für neue Anlagen bieten dürften. Ein selektiver Ansatz ist entscheidend.

Das langsamere Wirtschaftswachstum und die steigenden Zinsen setzen die Bewertungen unter Druck – dagegen ist auch Private Equity nicht immun. Für bereits investiertes Privatkapital rechnen wir mit weiteren Rückgängen auf breiter Basis, die aber weniger stark ausfallen dürften als an den öffentlichen Märkten. Bei neuen Anlagen und Fonds in der Investitionsphase dürften die Kursverluste bei Aktien und die Volatilität an den Kapitalmärkten bessere Anlagechancen zur Folge haben. Darüber hinaus sorgt ein Rekordumfang an zugesagtem, aber noch nicht investiertem Kapital für die Möglichkeit und Flexibilität, sich die besseren Bewertungsniveaus zunutze zu machen. Dabei ist zu beachten, dass in schwachen Zyklusphasen getätigte Kapitalanlagen tendenziell besser abschneiden als in der Hochphase des Zyklus investiertes Kapital.

Secondaries und Private Debt: Verbesserte Ertragsaussichten

Angesichts der erhöhten Volatilität und der attraktiveren Asset-Preise heben wir aktive Vehikel hervor, die sich auf das Engagement bei Unternehmen auf niedrigeren Bewertungsniveaus spezialisiert haben – sogenannte Secondary Manager. Derartige Fonds sorgen für Diversifizierung, da sie über mehr als 200 Positionen verfügen sowie Preisvisibilität (ihre Portfolios sind gut finanziert) und geringere Verlustquoten bieten. Die in diesem Jahr zu beobachtenden höheren Abschläge auf den Nettoinventarwert bieten ebenfalls Unterstützung. Private Debt stellt eine weitere Lösung dar, da steigende Leitzinsen und Risikoprämien das künftige Ertragspotenzial verbessern, insbesondere angesichts der variablen Verzinsung. Die höheren Erträge werden allerdings zum Teil durch die höheren Ausfallquoten vor dem Hintergrund der Makroschwäche ausgeglichen. Daher halten wir direkte Kredite, die solider aufgestellt sind, aufgrund ihrer Vorrangigkeit in der Kapitalstruktur, der geringeren Zahl an Ausfällen und der höheren Erlösquoten für attraktiv.

Co-Investments: Massgeschneiderter Ansatz mit niedrigeren Gebühren

Versierteren Anlegern und solchen mit höherer Risikotoleranz legen wir Co-Investments nahe. Co-Investoren gehen gemeinsam mit dem Manager Minderheitsbeteiligungen ein und beteiligen sich aktiv an der Deal-Auswahl und dem Portfolioaufbau. Daraus ergibt sich ein individuellerer, äusserst selektiver und proaktiver Ansatz mit deutlich niedrigeren Gebühren und Aufwendungen. Anleger können auf eine bestimmte Region, Branche oder einen Manager abzielen und gleichzeitig den Umfang der Engagements an ihren Cashflow-Bedürfnissen ausrichten. Aufgrund der niedrigeren Gebühren und Aufwendungen schneiden solche Investitionen – wenn sie erfolgreich sind – durchweg besser ab als die privaten Märkte. Gleichwohl fallen Volatilität und Verluste bei Co-Investments höher aus als an den privaten Märkten, aber immer noch niedriger als an den öffentlichen Märkten.

Selektiv und gut diversifiziert bleiben

Die letzten turbulenten Jahre haben gezeigt, dass Diversifizierung, Differenzierung und spezialisiertes Know-how grundlegend sind. Anlagen an den privaten Märkten gründen sich auf Wissen, Kompetenz und einen praxisorientierten unternehmerischen Ansatz, wobei die Erträge von der Fähigkeit der einzelnen Manager abhängen, eine Anlage ungeachtet der Lage an den Kapitalmärkten zum Erfolg zu führen. Unseres Erachtens bildet die anhaltende Allokation bei gut ausgewählten, erfahrenen Managern über Sektoren, Regionen und Jahrgänge hinweg das Fundament eines soliden Portfolios.

Den Wandel beschleunigen

Das Umfeld für zyklische Rohstoffe dürfte schwierig und volatil bleiben, aktive Lösungen sind daher passiven Benchmarks überlegen. Der starke Druck (auf Angebot und Preise) an den Energiemärkten wird die Energiewende beschleunigen, und Rücksetzer bei den CO_2-Preisen könnten langfristige Chancen bieten. Auch Gold-Optionen könnten in Betracht gezogen werden.

Für Rohstoffe verlief das Jahr 2022 turbulent. Das bereits knappe Angebot an den physischen Märkten geriet durch den Ukrainekrieg und seine Folgen für die Lieferketten weiter unter Druck. Die steigenden Preise lösten zwar eine Nachfragereaktion aus, doch die Angebotspuffer bleiben niedrig und die Störungsrisiken hoch. Vor diesem Hintergrund nehmen die makroökonomischen Belastungsfaktoren zu: Das hohe Preisniveau und die aggressive Zentralbankpolitik dämpfen den Konsum, sodass das Wachstum 2023 unter dem Trend liegen könnte. Dies dürfte den Druck auf die Lagerbestände verringern – sofern weitere geopolitische Überraschungen ausbleiben. Die extreme Backwardation der Rohstoff-Terminkurven – ein Anzeichen für physische Knappheit – könnte sich daher abflachen. Aus Anlegersicht sind somit aktive und/oder systematische Lösungen passiven Benchmarks vorzuziehen, da das Kurvenmanagement in dieser Phase wichtig ist, um Überrenditen zu erzielen.

Besseres Umfeld für Gold zu erwarten

Rohstoffe sind zyklische Vermögenswerte – je nach Teilsektor in unterschiedlichem Ausmass. Während Basismetalle und Energie besonders konjunktursensibel sind, gelten Edelmetalle als defensiver. Zudem ist die Nachfrage bei Agrarerzeugnissen weniger elastisch als bei Hard Commodities. Zu Beginn des Jahres 2023 könnte das Umfeld für zyklische Märkte ungünstig bleiben. Der Straffungszyklus der Zentralbanken dürfte jedoch vorangeschritten sein. Dadurch verbessert sich das Umfeld für Edelmetalle, insbesondere für Gold. Da die Zentralbanken Gefahr laufen, einen starken Wachstumseinbruch zu verursachen, rechnen wir mit wachsenden Aufwärtsrisiken für Gold. Für ein vollständiges Engagement mag es zu früh sein, doch Anleger sollten das mittelfristige Aufwärtspotenzial im Auge behalten.

Beschleunigung der Energiewende

Die Energiemärkte sind an mehreren Fronten unter Druck geraten. Der chronische Mangel an Investitionen und mehrere Angebotsschocks (Kürzung der russischen Gasexporte, geringer Beitrag erneuerbarer Energien, unerwarteter Ausfall von Kernkraftwerken) lösten eine Stromkrise und eine Rezession in der Eurozone aus. Auch die privaten Haushalte sind mit hohen Energiekosten konfrontiert. Doch die Preissignale haben Wirkung gezeigt und die Nachfrage gedämpft. Die nächste grosse Herausforderung wird die Aufstockung der Gasvorräte vor dem Winter 2023/2024 sein, falls sich die russischen Lieferungen nicht normalisieren. Somit müssen die Preise historisch hoch bleiben, um die Nachfrage dauerhaft zu dämpfen, da die Verfügbarkeit von Flüssigerdgas (LNG) und die Effizienzmassnahmen noch nicht ausreichen, um das vor dem Krieg von Russland gelieferte Volumen vollständig zu ersetzen. Der derzeit akute Druck dürfte jedoch die Energiewende in Europa beschleunigen, da Kapital schneller verfügbar ist und bürokratische Hürden abgebaut werden. Damit dieser Wandel Früchte trägt, muss Europa für Einheit sorgen und Anreize für eine Beteiligung der Privatwirtschaft setzen.

Preisrückgänge am CO_2-Markt bieten langfristig Chancen

Die CO_2-Preise sind ein wichtiges Instrument für den Klimaschutz. Die jüngsten Reformen des EU-Emissionshandelssystems zur Bewältigung des Überangebots haben dafür gesorgt, dass dieser Markt wie geplant funktioniert. Die erhöhten CO_2-Kosten haben jedoch die Belastung der Wirtschaft durch die Energiekrise in Europa noch verstärkt. Politische Kompromisse räumten der Wirtschaft daher Vorrang vor der Umwelt ein, was die CO_2-Preise im 2. Halbjahr 2022 sinken liess. Die industrielle Rezession in Europa verringert zudem die Nachfrage nach Emissionszertifikaten. Dies kompensiert die erhöhte CO_2-Intensität der Stromerzeugung, nachdem Kohlekraftwerke wieder ans Netz gingen und die Gasverstromung maximiert wurde. Dieses Verfahren hat jedoch kein neues Angebot geschaffen – es geht lediglich zulasten der Zukunft. Daher betrachten wir Preisrückgänge bei den EU-Emissionszertifikaten als Chance für den Aufbau eines langfristigen Engagements. Denn die CO_2-Preise müssen noch erheblich steigen, damit Kohlekraftwerke stillgelegt und Industrieprozesse von grauem auf grünen Wasserstoff umgestellt werden.

CO_2-Preise im Überblick

Preise für EU-Emissionszertifikate (pro Tonne CO_2, in EUR)

Letzter Datenpunkt 11.11.2022 **Quelle** Bloomberg, Credit Suisse

Supertrends – Risikodiversifizierung

Geopolitische Spannungen, verhaltenes Wirtschaftswachstum und steigende Zinsen belasten derzeit die Stimmung unter den Aktienanlegern. Wir sind jedoch der Ansicht, dass diversifizierte thematische Anlagen, die mehrjährige gesellschaftliche Trends abdecken, globale Aktien auf lange Sicht übertreffen dürften. Die Supertrends sind gekommen, um zu bleiben.

2022 sahen sich die Anleger mit Volatilität an den Finanzmärkten und einer Baisse konfrontiert, die von kleinen Rallys (z.B. in den Sommermonaten) unterbrochen wurden. Unternehmen und Konsumenten haben derzeit mit der höchsten Inflation seit Jahrzehnten zu kämpfen, die zudem länger anhält als viele Beobachter (uns eingeschlossen) erwartet hatten. Daher haben die Anleger begonnen, von Wachstums- in Substanzwerte umzuschichten. So profitiert der Energiesektor beispielsweise von höheren Öl- und Erdgaspreisen infolge des Ukrainekriegs. Unser auf eine starke Diversifizierung über 23 Supertrend-Subthemen hinweg abzielender Ansatz bietet ein Exposure gegenüber vielen verschiedenen Branchen und Trends und eignet sich somit für turbulente Marktphasen, wie sie derzeit zu beobachten sind.

Defensive Ausrichtung

Wir glauben, dass sich unsere defensiveren Supertrends (z.B. «Silver Economy») und ausgewählte Subthemen innerhalb der Supertrends «Infrastruktur» und «Klimawandel» sowie die langfristigen demografischen Trends innerhalb des Supertrends «Silver Economy» in den kommenden Monaten weniger volatil entwickeln werden als die wachstumsorientierten Themen, denen die Supertrends «Werte der Millennials» und «Technologie» Rechnung tragen. Beim Supertrend «Silver Economy» stehen Gesundheitsunternehmen im Fokus, die aufgrund des demografischen Wandels von einer steigenden Nachfrage und stark wachsenden Gewinnen profitieren dürften. Zu den Therapiebereichen, die in diesem Zusammenhang besonders relevant sind, gehören Herz-Kreislauf-Erkrankungen, Onkologie und Neurologie. Neben dem Gesundheitssektor weist der Supertrend «Silver Economy» aber auch ein Exposure gegenüber Versicherungsunternehmen, denen ein Umfeld mit höheren Zinsen zugutekommen sollte, sowie ausgewählten Konsumwerten auf. Innerhalb unseres Supertrends «Besorgte Gesellschaften» rücken die geopolitischen Spannungen das Subthema «Persönliche Sicherheit» wieder in den Fokus, während das Subthema «Erschwinglichkeit» aufgrund des Anstiegs der Energie- und Lebensmittelpreise ein zentrales Anliegen darstellt. Das Subthema «Arbeitsplatzsicherheit» innerhalb des Supertrends «Besorgte Gesellschaften» ist derzeit vom Arbeitskräftemangel und den Schwierigkeiten geprägt, die Unternehmen bei der Einstellung guter Mitarbeitender haben. Eine Konjunkturverlangsamung könnte dieses Problem mindern. Darüber hinaus löst die aktuelle Energiekrise in Europa weitere Debatten zum Thema Klimawandel aus, wobei aber zwischen wesentlichen Energiebelangen (z.B. Stromerzeugung und Abkehr von fossilen Brennstoffen) und langfristigen Wachstumsthemen im frühen Entwicklungsstadium (z.B. Wasserstoff, Präzisionslandwirtschaft und In-vitro-Fleisch) unterschieden werden muss, da die Investitionen in Letztere auf kurze Sicht aufgeschoben werden könnten.

Erfahren Sie mehr

Trends, die Bestand haben dürften

Für Anleger mit einem mehrjährigen Horizont, die Aktienengagements zur Optimierung ihrer strategischen Asset Allocation anstreben, halten wir die selektive Aufnahme von Supertrends mit Wachstumsstil aufgrund der aktuellen Bewertungen für sinnvoll. Unser Supertrend «Technologie» dürfte vom Metaversum profitieren, da die Unternehmen zunehmend in fortschrittliche IT-Infrastruktur, höhere Rechenleistung, Kollaborationstools und neuere digitale Bezahlmethoden investieren. Künstliche Intelligenz dürfte sich im Zuge der sich beschleunigenden Digitalisierung weiter verbreiten, und auch die Zahl der mit dem Internet der Dinge verbundenen Geräte steigt. Dies ebnet den Weg für Automatisierung, Virtual Reality und Augmented Reality sowie Gesundheitstechnologien, die in unserem Supertrend «Technologie» erfasst sind.

Unserem Supertrend «Werte der Millennials» werden langfristige demografische Entwicklungen zugutekommen, da vor allem die jungen Menschen in Asien den Konsum bestimmen und digitale Trends wie soziale Medien, Streaming, Online-Shopping und Fintech vorantreiben werden. Wichtig dabei ist, dass diese Generation einen langfristigen Fokus auf die Welt von morgen aufweist, indem sie sich für Themen wie Biodiversität, Kreislaufwirtschaft sowie Gesundheit und Ernährung einsetzt.

Wir sind überdies der Ansicht, dass der Supertrend «Infrastruktur» auf lange Sicht gut positioniert ist, da die politischen Entscheidungsträger weltweit eine Ausweitung der Infrastrukturinvestitionen in Aussicht gestellt haben. Angesichts der kapitalintensiven Verpflichtungen innerhalb des Sektors könnten die höheren Zinsen umfangreiche Investitionsvorhaben jedoch auf kurze Sicht bremsen.

Sauber und sicher: Das Energiesystem der Zukunft

Angesichts geopolitischer Spannungen wird die Energiesicherheit 2023 auch weiterhin ganz oben auf der Agenda der Regierungen stehen. In Anbetracht der Höhe und Volatilität der Preise für fossile Brennstoffe und der Wettbewerbsfähigkeit günstiger erneuerbarer Energien ist es unwahrscheinlich, dass die Europäische Union jemals wieder in dem Masse von externen Lieferanten abhängig sein wird wie vor dem Ukrainekrieg, als 90% ihres Gasbedarfs über Importe gedeckt wurden. Die Suche nach einem sichereren Energiesystem – in Europa und andernorts – umfasst eine Reihe von Massnahmen, von denen erneuerbare Energien unseres Erachtens am stärksten profitieren werden.

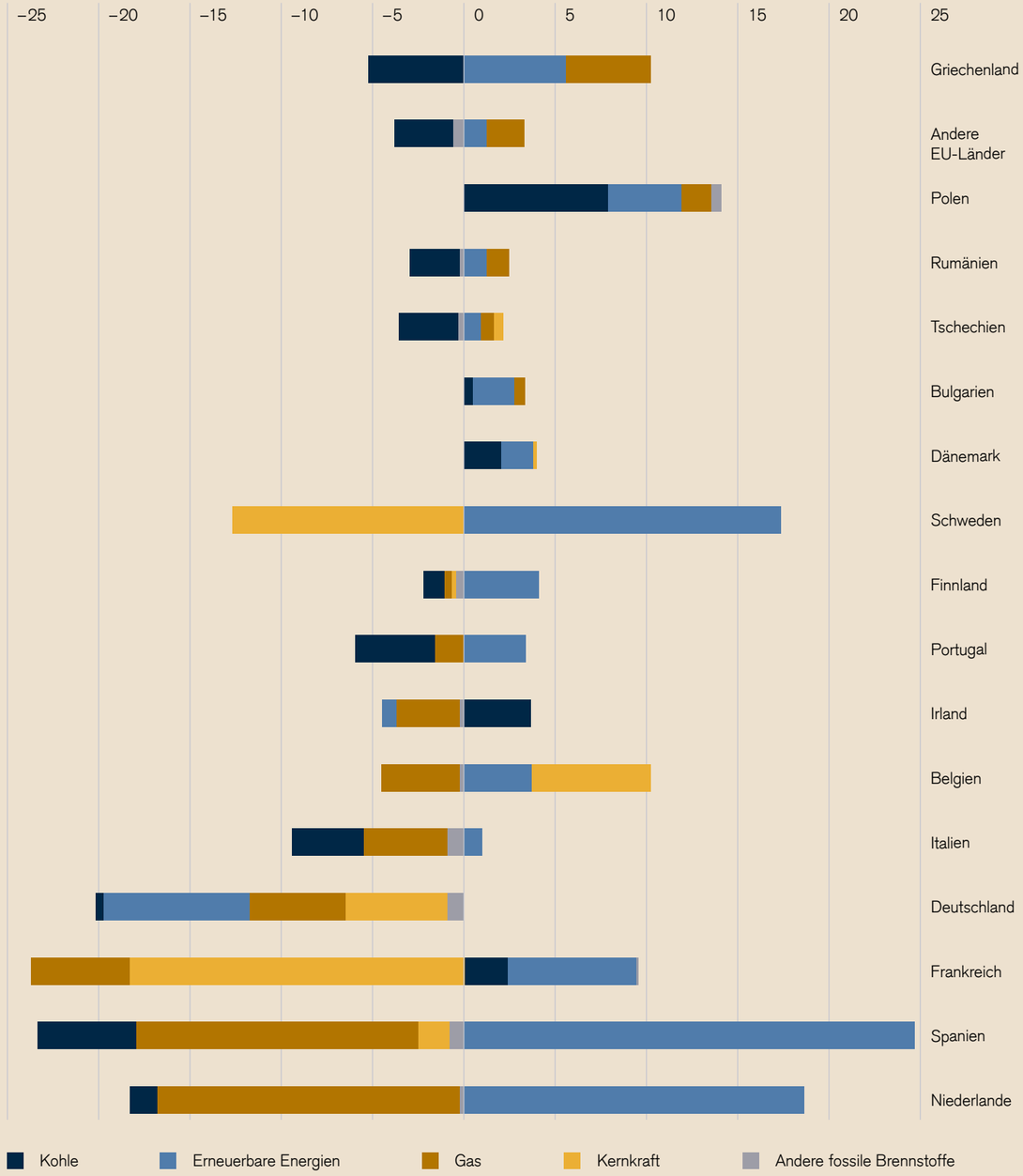
Die Geopolitik ist nicht der einzige Katalysator für diesen Übergang. Auch der Klimawandel stellt weiterhin eine Bedrohung dar. Im Sommer 2022 stieg die CO_2-Konzentration in der Atmosphäre erstmals auf über 420 ppm (parts per million). Bei der aktuellen Geschwindigkeit könnte die durchschnittliche globale CO_2-Konzentration vor 2030 auf 440 ppm ansteigen, was die Chancen mindern würde, die Erderwärmung auf 1.5 °C im Vergleich zum vorindustriellen Niveau zu begrenzen.

Ist die Gasinfrastruktur die Lösung?

Die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen ist oft die Ursache geopolitischer Instabilitäten, die Konflikte verschärfen und die Volkswirtschaften durch Preisschocks destabilisieren. Bleiben die Energiepreise weiterhin hoch, würde dies das Risiko einer globalen Rezession im nächsten Jahr erhöhen.

Vor diesem Hintergrund könnte es schwer werden, alle Belange in Bezug auf die Energiesicherheit allein durch einen Kapazitätsausbau bei Flüssigerdgas (LNG) zu lösen. Deutschland plant beispielsweise, bis 2026 LNG-Anlagen mit einer Kapazität von über 60 Mrd. m^3 pro Jahr zu errichten, doch nur ein kleiner Teil (d.h. bis zu 20 – 25 Mrd. m^3) der schwimmenden Anlagen könnte bis Ende 2023 in Betrieb genommen werden. Zudem ist ein zu starker Ausbau der Gaskapazitäten nicht mit den Klimazielen vereinbar, da Gas erhebliche Emissionen entlang der Lieferkette verursacht. Aufgrund der Klimaverpflichtungen der Industrieländer nimmt der Anteil der Stromerzeugung aus Gas zunehmend ab (vgl. Grafik). Auch die wachsenden wirtschaftlichen und sicherheitsbezogenen Vorteile der Elektrifizierung werden dazu beitragen, Gas in anderen Sektoren zu verdrängen, so etwa bei der Beheizung von Wohngebäuden (z.B. über effizientere Wärmepumpen). Aus Sicht der Nachhaltigkeit, der Sicherheit und der Wirtschaftlichkeit könnten Investitionen in neue Gasinfrastrukturen somit langfristig abgeschrieben werden oder eine Wertminderung erfahren.

Die Zeit für erneuerbare Energien ist gekommen
Veränderung der Stromerzeugung in der Europäischen Union zwischen 2019 und 2021 (in Terawattstunden)



Quelle Ember, European Electricity Review 2022

Ausbau erneuerbarer Energien
Im Gegensatz dazu bieten erneuerbare Energien eine nachhaltige, leicht verfügbare, lokale und wirtschaftlich wettbewerbsfähige Energieerzeugung. Bereits vor dem Anstieg der Treibstoffpreise signalisierten Schätzungen zu den Lebenszykluskosten, dass Solar- und Windenergie anderen Stromquellen vorzuziehen sind. Überdies kann davon ausgegangen werden, dass der Wirkungsgrad bestehender erneuerbarer Energieanlagen im Laufe ihres Lebenszyklus steigt, da Speicherlösungen wie netzgebundene Batterien immer häufiger zum Einsatz kommen.

Um das Pariser Klimaabkommen einzuhalten, müssen die kumulativen Wind- und Solarkapazitäten unseren Schätzungen zufolge bis 2030 um das 3.5-Fache im Vergleich zu 2021 steigen. Was Solarkraft anbelangt, so schätzt BloombergNEF, dass die bestehenden und geplanten Produktionskapazitäten ausreichen, um bis 2025 jährlich 940 Gigawatt an Solaranlagen zu errichten.[1] Wir sind zudem der Ansicht, dass auch die Kernkraft eine Rolle spielt. Wenngleich mehrere Faktoren die Verbreitung bremsen, hat die Kernenergie das Potenzial, die kohlenstoffarme Stromerzeugung in Bereichen mit begrenzten erneuerbaren Ressourcen zu ergänzen.

Offshore-Windkraft sollte im Auge behalten werden, …
Die Entwicklung schwimmender Windanlagen ermöglicht es, neue Märkte und Regionen zu erschliessen, in denen fest installierte Anlagen ungeeignet sind. Offshore-Windkraft weist einen bemerkenswerten Kapazitätsfaktor (Verhältnis von tatsächlicher zu möglicher Energieleistung über einen bestimmten Zeitraum) von potenziell über 50% auf. Dies entspricht mehr als dem Doppelten anderer Energiequellen wie Solarkraft. Ausserdem ist Offshore-Windkraft bereits wirtschaftlich wettbewerbsfähig. Bei einer kürzlich durchgeführten Auktion in Grossbritannien bot sie beispielsweise den günstigsten Strompreis.[2] Daher glauben wir, dass diese Technologie künftig exponentiell wachsen wird.

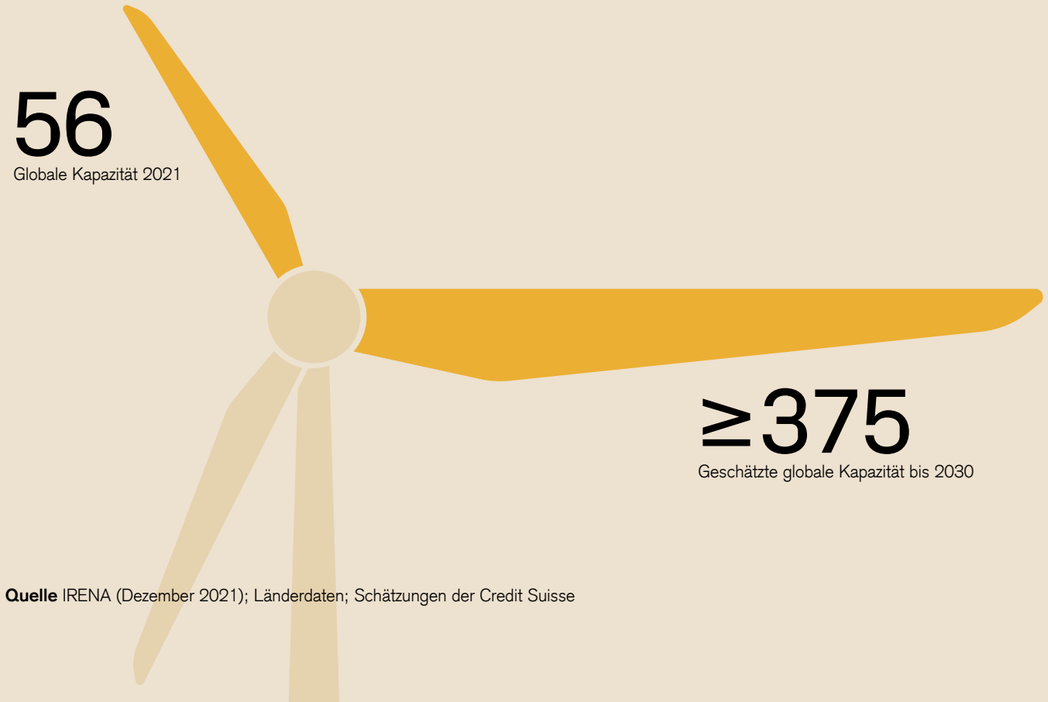
… aber auch Solarkraft (und Speicher) holen auf
2021 machte Solarkraft lediglich 3.6% am globalen Strommix aus.[3] Allerdings werden Photovoltaik-Anlagen 2022 und 2023 voraussichtlich den grössten Kapazitätszuwachs unter den erneuerbaren Energien weltweit verzeichnen.[4] Solarkraftprojekte dürften künftig zunehmend mit Batteriespeichern gekoppelt werden, da sich die Technologie weiterentwickelt und die Kosten sinken. In Märkten wie Kalifornien sind bereits über 95% der in der Warteschlange für den Netzanschluss befindlichen Solaranlagen mit Energiespeichern verbunden.[5] Diese Projekte ermöglichen es Entwicklern und Netzbetreibern, die Schwankungen bei erneuerbaren Energien besser zu steuern, und stellen eine konkrete Alternative zu kostspieligen und umweltschädlichen Erdgas-Spitzenlastkraftwerken dar.[6]

Erfahren Sie mehr

Erneuerbare Energien nutzen
Geschätzter jährlicher globaler Kapazitätsausbau bei Solar- und Windkraft, um emissionsarmen Szenarien zu entsprechen (in Gigawatt)

Quelle IRENA (Dezember 2021); Länderdaten; Schätzungen der Credit Suisse

Windkraft im Aufwind
Geschätzte potenzielle Offshore-Windkraftkapazität bis 2030 (in Gigawatt)



Quelle IRENA (Dezember 2021); Länderdaten; Schätzungen der Credit Suisse

Prognosen

2023 in Zahlen

Wir erwarten, dass das Wachstum der Weltwirtschaft im Jahr 2023 unter dem Potenzial (1.6%) liegen wird, was zu einem Anstieg der Arbeitslosenquote führen dürfte. Die Inflation wird wahrscheinlich höher bleiben als in den Jahren vor der Pandemie, aber niedriger als 2022.

BIP- und Inflationsprognosen

Reales BIP, in % gegenüber dem Vorjahr

	2021	2022E*	2023E*
Global	**5.9**	**2.7**	**1.6**
USA	5.7	1.6	0.8
Kanada	4.4	3.4	1.0
Eurozone	5.3	3.2	–0.2
Deutschland	2.9	1.7	–0.8
Italien	6.6	3.7	–0.2
Frankreich	6.8	2.5	0.2
Spanien	5.1	4.6	0.8
Grossbritannien	7.4	4.2	–0.4
Schweiz	4.2	2.2	1.0
Japan	1.7	1.0	0.5
Australien	4.7	4.0	1.6
China	8.1	3.3	4.5
Indien (Geschäftsjahr)	8.3	7.1	5.8
Brasilien	4.6	2.9	0.9
Russland	4.7	–4.0	–2.5

Inflation, jährlicher Durchschnitt in % gegenüber dem Vorjahr

	2021	2022E*	2023E*
Global	**3.5**	**7.6**	**5.0**
USA	4.7	7.9	3.8
Kanada	3.4	6.9	3.8
Eurozone	2.6	8.6	6.0
Deutschland	3.2	8.5	6.4
Italien	1.9	8.2	6.0
Frankreich	2.1	6.0	4.8
Spanien	2.9	9.0	4.6
Grossbritannien	2.6	9.0	6.6
Schweiz	0.6	2.9	1.5
Japan	–0.2	2.2	1.7
Australien	2.8	6.6	5.2
China	0.9	2.2	2.0
Indien (Geschäftsjahr)	5.1	6.8	5.1
Brasilien	8.3	9.3	5.0
Russland	6.7	14.2	4.5

* E: Schätzung

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

Letzter Datenpunkt 10.11.2022 **Quelle** Thomson Reuters Datastream, Haver Analytics, Credit Suisse

Performance/Finanzmarktprognosen

Aktien*	Performance seit Jahresbeginn 2022 10. November 2022	Erwarteter Gesamtertrag 2023
US-Aktien	–17.1%	2.0%
Eurozoneaktien	–10.8%	–2.0%
Schweizer Aktien	–13.0%	5.0%
Britische Aktien	5.7%	3.0%
Japanische Aktien	–1.3%	1.5%
Schwellenländeraktien	–19.7%	1.0%

Kreditmärkte	Performance seit Jahresbeginn 2022 10. November 2022	Erwarteter Gesamtertrag 2023
Globale Investment-Grade-Anleihen**	–15.6%	4.6%
Globale High-Yield-Anleihen**	–13.4%	5.1%
Schwellenländeranleihen in Hartwährung***	–21.2%	7.6%

Renditen 10-j. Staatsanleihen	Schlussstand 10. November 2022	Prognose Ende 2023
USA	3.81%	4.10%
Deutschland	2.01%	2.80%
Schweiz	1.07%	1.40%

Währungen und Rohstoffe	Schlussstand 10. November 2022	Prognose Ende 2023
EUR/USD	1.02	1.02
USD/CHF	0.96	0.95
EUR/CHF	0.98	0.97
USD/JPY	141.00	135.00
GBP/USD	1.17	1.14
USD/CNY	7.19	7.30
Gold (USD/oz)	1755.00	1750.00
WTI (USD/bbl)	86.00	80.00

* 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 10.11.2017 bis 10.11.2022 ist nachfolgend in chronologischer Reihenfolge aufgeführt: MSCI USA: 9.5%, 13.6%, 18.6%, 33.5%, –15.4%. MSCI EMU: –5.9%, 15.4%, –3.5%, 29.2%, –11.4%. MSCI Switzerland: 2.9%, 17.9%, 2.7%, 23.9%, –10.1%. MSCI UK: –0.3%, 7.8%, –13.1%, 21.3%, 7.0%. MSCI Japan: –4.6%, 5.8%, 2.9%, 22.3%, –1.5%. MSCI EM: –7.9%, 12.6%, 15.0%, 11.0%, –21.7%.

** Barclays Global Investment Grade Corporate und Global High Yield Index

*** JP Morgan EMBIG Div. (Sovereign Index)

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

Letzter Datenpunkt 10.11.2022 **Quelle** Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

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.

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

Gelegentlich bezieht sich Investment Solutions & Sustainability auf zuvor veröffentlichte Research-Artikel, einschl. Empfehlungen und Rating-Änderungen, die in Listenform zusammengestellt werden. Die darin enthaltenen Empfehlungen sind Auszüge und/oder Verweise auf zuvor veröffentliche Empfehlungen von CS 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 Alert – Credit Update Switzerland zu entnehmen. Diese Publikationen sind auf Wunsch oder im Online Banking erhältlich. Offenlegungen sind unter www.credit-suisse.com/disclosure zu finden.

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information
Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Investment Research.
Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem CS Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müsste.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG, ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter dem folgenden Link: https://www.credit-suisse.com

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG:
Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um eine Form von reguliertem Investment-Research, Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung 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, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. Brasilien: Dieser Bericht wird in Brasilien von Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários oder ihren verbundenen Gesellschaften bereitgestellt. Chile: Dieser Bericht wird von der Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada verteilt, einer Zweigniederlassung der Credit Suisse AG (im Kanton Zürich als AG eingetragen), die von der chilenischen Finanzmarktkommission überwacht wird. Weder der Emittent noch die Wertpapiere wurden bei der chilenischen Finanzmarktkommission (Comisión para el Mercado Financiero) gemäss dem chilenischen Finanzmarktgesetz (Gesetz Nr. 18.045, Ley de Mercado de Valores) und den diesbezüglichen Bestimmungen registriert. Daher dürfen sie in Chile nicht öffentlich angeboten oder verkauft werden. Dieses Dokument stellt kein Angebot bzw. keine Aufforderung für die Zeichnung oder den Kauf der Wertpapiere in der Republik Chile dar, ausser für individuell identifizierte Käufer im Rahmen einer Privatplatzierung im Sinne von Artikel 4 des Ley de Mercado de Valores (Angebot, das sich weder an die allgemeine Öffentlichkeit noch an einen bestimmten Teil oder eine bestimmte Gruppe der Öffentlichkeit richtet). Deutschland: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. DIFC: Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. Frankreich: Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France («französische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und den beiden französischen Aufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und Autorité des Marchés Financiers (AMF). Guernsey: Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten geprüften Abschlüsse der Credit Suisse AG werden auf Wunsch bereitgestellt. Indien: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. NZ000248233) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai – 400 018, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. Israel: Wenn dieses Dokument durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. in Israel verteilt wird: Dieses Dokument wird durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. verteilt. Die Credit Suisse AG und ihre in Israel angebotenen Dienstleistungen werden nicht von der Bankenaufsicht bei der Bank of Israel überwacht, sondern von der zuständigen Bankenaufsicht in der Schweiz. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. ist für den Vertrieb von Investmentprodukten in Israel zugelassen. Daher werden ihre Investmentmarketing-Aktivitäten von der Israel Securities Authority überwacht. Italien: Dieser Bericht wird in Italien von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, verteilt. Katar: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (Qatar) L.L.C., die von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) unter der QFC-Lizenz-Nummer 00005 zugelassen ist und reguliert wird. Alle betreffenden Finanzprodukte oder Dienstleistungen werden ausschliesslich zugelassenen Gegenparteien (gemäss Definition der QFCRA) oder Firmenkunden (gemäss Definition der QFCRA) angeboten, einschliesslich natürlicher Personen, die sich als Firmenkunden einstufen liessen, mit einem Nettovermögen von mehr als QR 4 Millionen und ausreichenden Finanzkenntnissen, -erfahrungen und dem entsprechenden Verständnis bezüglich solcher Produkte und/oder Dienstleistungen. Daher dürfen andere Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. Libanon: Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL («CSLF»), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon («CBL») reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die Anordnungen und Rundschreiben der CBL sowie die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der Capital Markets Authority of Lebanon («CMA»). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Hiermit wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Anlagen an Finanzmärkten mit einem hohen Ausmass an Komplexität und dem Risiko von Wertverlusten verbunden sein können und möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet sind. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zum Zeitpunkt der Prüfung zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger ausdrücklich und unwiderruflich, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat und den Inhalt des Dokuments vollumfänglich versteht. Luxemburg: Dieser Bericht wird veröffentlicht von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Mexiko: Dieses Dokument gibt die Ansichten der Person wieder, die Dienstleistungen für C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») und/oder Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») erbringt. Daher behalten sich sowohl C. Suisse Asesoría als auch Banco CS das Recht vor, ihre Ansichten jederzeit zu ändern und übernehmen in dieser Hinsicht keinerlei Haftung. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Es stellt keine persönliche Empfehlung oder Anregung und auch keine Aufforderung zur irgendeiner Handlung dar. Es ersetzt nicht die vorherige Rücksprache mit Ihren Beratern im Hinblick auf C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS übernehmen keinerlei Haftung für Anlageentscheidungen, die auf der Basis von Informationen in diesem Dokument getroffen werden, da diese die Zusammenhänge der Anlagestrategie und die Ziele bestimmter Kunden nicht berücksichtigen. Prospekte, Broschüren und Anlagerichtlinien von Investmentfonds sowie Geschäftsberichte oder periodische Finanzinformationen dieser Fonds enthalten zusätzliche nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente können kostenlos direkt bei Emittenten und Betreibern von Investmentfonds, über die Internetseite der Aktienbörse, an der sie notiert sind oder über Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS bezogen werden. Die frühere Wertentwicklung und die verschiedenen Szenarien bestehender Märkte sind keine Garantie für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Falls die Informationen in diesem Dokument unvollständig, unrichtig oder unklar sind, wenden Sie sich bitte umgehend an Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS. Es ist möglich, dass Änderungen an diesem Dokument vorgenommen werden, für die weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS verantwortlich ist. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und ist kein Ersatz für die Aktivitätsberichte und/oder Kontoauszüge, die Sie von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS gemäss den von der mexikanischen Wertpapier- und Börsenaufsicht (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, CNBV) erlassenen allgemeinen Bestimmungen für Finanzinstitutionen und andere juristische Personen, die Anlagedienstleistungen erbringen, erhalten. Angesichts der Natur dieses Dokuments übernehmen weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS irgendeine Haftung aufgrund der in ihm enthaltenen Informationen. Obwohl die Informationen aus Quellen stammen, die von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS als zuverlässig angesehen wurden, gibt es keine Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Banco CS und/oder A. Suisse Asesoría übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Nutzung von Informationen in dem Ihnen überlassenen Dokument ergeben. Anleger sollten sich vergewissern, dass Informationen, die sie erhalten, auf ihre persönlichen Umstände, ihr Anlageprofil sowie ihre konkrete rechtliche, regulatorische oder steuerliche Situation abgestimmt ist oder eine unabhängige professionelle Beratung einholen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein Anlageberater gemäss dem mexikanischen Wertpapiermarktgesetz (Ley del Mercado de Valores, «LMV») und bei der CNBV unter der Registernummer 30070 eingetragen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein Teil der Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. oder einer anderen Finanzgruppe in Mexiko. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein unabhängiger Anlageberater gemäss dem LMV und anderen geltenden Bestimmungen, da sie in direkter Beziehung zur Credit Suisse AG, einer ausländischen Finanzinstitution, und in indirekter Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. steht. 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.
Wichtige Informationen zur regionalen Offenlegung
Gemäss dem Beschluss Nr. 20/2021 der CVM vom 25. Februar 2021 bestätigt/ bestätigen der/die Verfasser dieses Berichts hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten ausschliesslich die persönlichen Meinungen des/der Verfasser/s darstellen und unabhängig erstellt wurden; dies gilt auch in Bezug auf die Credit Suisse. Ein Teil der Vergütung des Verfassers/ der Verfasser basiert auf verschiedenen Faktoren, einschliesslich dem Gesamtumsatz der Credit Suisse, aber kein Teil der Vergütung ist oder war mit bestimmten in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten verbunden oder wird in Zukunft damit verbunden sein. Des Weiteren erklärt die Credit Suisse, dass: die Credit Suisse dem/den betreffenden Unternehmen oder dessen/deren verbundenen Unternehmen Dienstleistungen in den Bereichen Investment Banking, Maklertätigkeit, Vermögensverwaltung, Commercial Banking und andere Finanzdienstleistungen zur Verfügung gestellt hat und/oder möglicherweise künftig zur Verfügung stellen wird, für die die Credit Suisse die üblichen Gebühren und Provisionen erhalten hat oder erhalten kann und die in Bezug auf das/die betreffende/n Unternehmen oder die betreffenden Wertpapiere relevante finanzielle oder wirtschaftliche Interessen dargestellt haben oder darstellen können.
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.

APAC - WICHTIGER HINWEIS
Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Anlageresearch. Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Dieses Material wurde von der Credit Suisse AG («Credit Suisse») nur zur allgemeinen Information erstellt. Dieses Material ist kein Ergebnis einer substanziellen Recherche oder Analyse und erhebt auch keinen Anspruch darauf, dies zu sein. Somit handelt es sich nicht um Anlageresearch oder eine Researchempfehlung im aufsichtsrechtlichen Sinn. Die finanziellen Ziele, Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Sie sind jedoch wichtige Überlegungen, die vor einer Anlageentscheidung in Betracht gezogen werden müssen. Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht ausreichend, um eine Anlageentscheidung zu treffen, und stellen keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar. Die Credit Suisse macht keine Angaben zur Eignung der in diesem Material erwähnten Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger. Dieses Material ist keine Einladung oder Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendwelcher in diesem Material erwähnter Produkte oder Dienstleistungen oder zur Beteiligung an anderen Transaktionen. Rechtsverbindlich sind nur die Konditionen in der betreffenden Produktdokumentation oder spezifischen von der Credit Suisse erstellten Verträgen und Bestätigungen. Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Dieses Material wurde von der Credit Suisse AG («Credit Suisse») nur zur allgemeinen Information erstellt. Dieses Material ist kein Ergebnis einer substanziellen Recherche oder Analyse und erhebt auch keinen Anspruch darauf, dies zu sein. Daher handelt es sich nicht um Anlageresearch im aufsichtsrechtlichen Sinn. Die finanziellen Ziele, Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Sie sind jedoch wichtige Überlegungen, die vor einer Anlageentscheidung in Betracht gezogen werden müssen. Die Credit Suisse macht keine Angaben zur Angemessenheit der in diesem Material erwähnten Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger. Dieses Material ist keine Einladung oder Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendwelcher in diesem Material erwähnter Produkte oder Dienstleistungen oder zur Beteiligung an anderen Transaktionen. Rechtsverbindlich sind nur die Konditionen in der betreffenden Produktdokumentation oder spezifischen von der Credit Suisse erstellten Verträgen und Bestätigungen. Für alle: Im Zusammenhang mit den in diesem Material erwähnten Produkten stehen die Credit Suisse und/oder ihre verbundenen Unternehmen möglicherweise auf folgende Weise in einer Beziehung zu den gegenständlichen Organisationen

- als Beteiligte bei der Arrangierung oder Bereitstellung einer Finanzierung für die gegenständlichen Organisationen zu einem früheren Zeitpunkt,
- als Gegenpartei in einer späteren Transaktion in Verbindung mit den gegenständlichen Organisationen oder
- als Zahler oder Empfänger einer einmaligen oder wiederkehrenden Vergütung an die oder von den in diesem Material erwähnten Organisationen. Solche Zahlungen können auch an Dritte geleistet oder von Dritten entgegengenommen worden sein.

Die Credit Suisse und/oder ihre verbundenen Unternehmen (einschliesslich ihrer jeweiligen Handlungsbevollmächtigten, Geschäftsleitungsmitglieder und Mitarbeitenden) sind oder waren möglicherweise an anderen Transaktionen mit den in diesem Material erwähnten gegenständlichen Organisationen oder anderen in diesem Material erwähnten Parteien beteiligt, die in diesem Material nicht offengelegt wurden. Die Credit Suisse behält sich für sich selbst und für ihre verbundenen Unternehmen das Recht vor, für die gegenständlichen Organisationen der in diesem Material erwähnten Produkte oder andere Parteien im Zusammenhang mit in diesem Material erwähnten Produkten Dienstleistungen zu erbringen und mit ihnen Handelsgeschäfte abzuschliessen. Die Credit Suisse oder ihre verbundenen Unternehmen halten unter Umständen auch Handelspositionen im Aktienkapital der in diesem Material erwähnten gegenständlichen Organisationen.

Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse hat möglicherweise auf der Basis von Informationen und Analysen in diesem Material gehandelt, bevor diese dem Empfänger zur Verfügung gestellt wurden. Soweit gesetzlich zulässig, kann ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse an anderen Finanzierungsgeschäften mit den Emittenten der hierin erwähnten Wertpapiere teilnehmen bzw. in diese investieren, Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder bei diesen Emittenten für Geschäfte werden und/oder eine Position in diesen Wertpapieren halten oder Transaktionen mit diesen Wertpapieren oder deren Optionen durchführen. Soweit gesetzlich zulässig, übernehmen die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeitenden und Berater keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Material oder für direkte, indirekte, beiläufige, spezifische Verluste oder Schäden bzw. Folgeverluste oder -schäden, die dem Empfänger dieses Materials oder einer anderen Person durch die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen oder durch das Vertrauen auf diese Informationen entstehen. Die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen (bzw. ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeitenden oder Berater) geben keinerlei Garantie oder Zusicherung im Hinblick auf die Richtigkeit, Verlässlichkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Material ab. Bei den Informationen in diesem Material handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Dienstleistungen. Einschätzungen und Meinungen in diesem Material können sich von Einschätzungen und Meinungen von Researchanalysten, anderen Divisionen oder Eigenpositionen der Credit Suisse unterscheiden oder diesen widersprechen. Die Credit Suisse unterliegt keiner Verpflichtung, Informationen zu aktualisieren, zusätzliche Informationen bereitzustellen oder andere Personen zu informieren, wenn sie Kenntnis von einer Unrichtigkeit, Unvollständigkeit oder Änderung der in diesem Material enthaltenen Informationen erhält. Sofern dieses Material Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher eine Reihe von Risiken und Ungewissheiten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse hat möglicherweise auf der Basis von Informationen und Analysen in diesem Material gehandelt, bevor diese dem Empfänger zur Verfügung gestellt wurden. Soweit gesetzlich zulässig, kann ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse an anderen Finanzierungsgeschäften mit den Emittenten der hierin erwähnten Wertpapiere teilnehmen bzw. in diese investieren, Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder bei diesen Emittenten für Geschäfte werden und/oder eine Position in diesen Wertpapieren halten oder Transaktionen mit diesen Wertpapieren oder deren Optionen durchführen. Soweit gesetzlich zulässig, übernehmen die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeitenden und Berater keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Material oder für direkte, indirekte, beiläufige, spezifische Verluste oder Schäden bzw. Folgeverluste oder -schäden, die dem Empfänger dieses Materials oder einer anderen Person durch die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen oder durch das Vertrauen auf diese Informationen entstehen. Die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen (bzw. ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeitenden oder Berater) geben keinerlei Garantie oder Zusicherung im Hinblick auf die Richtigkeit, Verlässlichkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Material ab. Bei den Informationen in diesem Material handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Dienstleistungen. Einschätzungen und Meinungen in diesem Material können sich von Einschätzungen und Meinungen von Researchanalysten, anderen Divisionen oder Eigenpositionen der Credit Suisse unterscheiden oder diesen widersprechen. Die Credit Suisse unterliegt keiner Verpflichtung, Informationen zu aktualisieren, zusätzliche Informationen bereitzustellen oder andere Personen zu informieren, wenn sie Kenntnis von einer Unrichtigkeit, Unvollständigkeit oder Änderung der in diesem Material enthaltenen Informationen erhält. Sofern dieses Material Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher eine Reihe von Risiken und Ungewissheiten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Für alle: Dieses Dokument ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder die in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Credit Suisse und/oder ihre Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten. Die Unterlagen wurden dem Empfänger zur Verfügung gestellt und dürfen nicht ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weitergegeben werden. Für weitere Informationen steht Ihnen Ihr Relationship Manager gerne zur Verfügung.

ZUSÄTZLICHER WICHTIGER HINWEIS FÜR DEN ANHANG
Die Berichte im Anhang («Berichte») wurden von Mitgliedern der Abteilung Research der Credit Suisse verfasst. Die darin enthaltenen Informationen und Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. In den Berichten geäusserte Meinungen zu einem bestimmten Wertpapier können sich aufgrund von unterschiedlichen Beurteilungskriterien von Einschätzungen und Meinungen der Abteilung Research der Division Investment Banking der Credit Suisse unterscheiden. Diese Berichte wurden zuvor von Credit Suisse Research im Internet publiziert.

Die Credit Suisse steht in Geschäftsbeziehungen zu den in ihren Researchberichten behandelten Unternehmen bzw. strebt solche Geschäftsbeziehungen an. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass bei der Credit Suisse möglicherweise ein Interessenkonflikt besteht, der die Objektivität dieser Berichte beeinträchtigen könnte.

Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Die Credit Suisse hat unter Umständen keine Massnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass die in diesen Berichten erwähnten Wertpapiere für einen bestimmten Anleger geeignet sind. Die Credit Suisse behandelt Empfänger der Berichte nicht als Kunden, weil sie die Berichte erhalten haben. Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Die Credit Suisse hat unter Umständen keine Massnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass die in diesen Berichten erwähnten Wertpapiere für einen bestimmten Anleger angemessen sind. Die Credit Suisse behandelt Empfänger der Berichte nicht als Kunden, weil sie die Berichte erhalten haben. Für alle: Eine Erörterung der Risiken einer Anlage in den Wertpapieren, die in den Berichten erwähnt werden, finden Sie unter dem folgenden Internetlink:
https://investment.credit-suisse.com/re/riskdisclosure/

Informationen und Hinweise zu den in diesem Bericht erwähnten Unternehmen, für die Credit Suisse Investment Banking eine Bonitätsbeurteilung (Rating) durchgeführt hat, finden Sie auf der Disclosure-Website der Division Investment Banking:
https://rave.credit-suisse.com/disclosures

Weitere Informationen und Hinweise zu anderen Emittenten finden Sie auf der Disclosure-Website von Credit Suisse Global Research:
https://www.credit-suisse.com/disclosure

AUSTRALIEN: Dieses Material wird in Australien von der Credit Suisse AG, Sydney Branch, ausschliesslich zu Informationszwecken und nur an Personen verteilt, die gemäss der Definition in Abschnitt 761G(7) des australischen Corporations Act als «Wholesale-Kunden» gelten. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, gibt keine Garantie und keine Zusicherungen im Hinblick auf die Wertentwicklung der hierin erwähnten Finanzprodukte ab. In Australien sind andere Unternehmenseinheiten der Credit Suisse Group ausser der Credit Suisse AG, Sydney Branch, nicht als Einlageninstitute im Sinne des Banking Act 1959 (Cth.) zugelassen. Ihre Verpflichtungen stellen keine Einlagen oder andere Verbindlichkeiten der Credit Suisse AG, Sydney Branch, dar. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, übernimmt keine Garantie und gibt auch keine anderweitigen Zusicherungen im Hinblick auf die Verpflichtungen solcher Einheiten der Credit Suisse oder der Fonds ab. HONG KONG: Dieses Material wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, verteilt. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als «Authorized Institution» der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut unter der Aufsicht der Securities and Futures Commission. Das Material wurde nach Massgabe von Abschnitt 16 des «Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission» erstellt. Die Inhalte dieses Materials wurden nicht von einer Aufsichtsbehörde in Hongkong überprüft. Wir raten Ihnen, im Hinblick auf jegliches Angebot Vorsicht walten zu lassen. Wenn Sie Zweifel an Inhalten dieses Materials haben, sollten Sie unabhängige professionelle Beratung einholen. Niemand in Hongkong oder anderswo darf Werbematerialien, Einladungen oder Materialien in Bezug auf dieses Produkt ausgegeben oder zum Zwecke der Verteilung in seinem Besitz gehabt haben oder ausgeben oder zum Zwecke der Verteilung in seinem Besitz haben, sofern sich diese Materialien an die Öffentlichkeit in Hongkong richten oder deren Inhalte wahrscheinlich in Hongkong öffentlich zugänglich werden oder von der öffentlichen Bevölkerung in Hongkong gelesen werden (es sei denn, dies ist gemäss den Wertpapiergesetzen von Hongkong zulässig), ausser wenn sich dieses Produkt ausschliesslich an Personen ausserhalb von Hongkong richtet oder nur an «professionelle Investoren» gemäss der Definition in der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571) für Hongkong und den auf ihrer Basis erlassenen gesetzlichen Vorschriften. SINGAPUR: Dieses Material wird in Singapur von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, verteilt, die von der Monetary Authority of Singapore gemäss dem Banking Act (Cap. 19) zur Durchführung von Bankgeschäften zugelassen wurde. Dieser Bericht wurde in Singapur ausschliesslich zur Verteilung an institutionelle Anleger, akkreditierte Investoren und sachkundige Investoren (gemäss der Definiton in den Financial Advisers Regulations («FAR»)) erstellt und ausgegeben. Die Credit Suisse AG, Singapore Branch, kann Berichte ausgeben, die von ihren ausländischen Einheiten oder verbundenen Unternehmen im Rahmen einer Vereinbarung gemäss Regulation 32C der FAR erstellt wurden. Empfänger in Singapur sollten sich bei Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Bericht ergeben, unter der Telefonnummer +65-6212-2000 an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, wenden. Aufgrund Ihres Status als institutioneller Anleger, akkreditierter Investor oder sachkundiger Investor ist die Credit Suisse AG, Singapore Branch, im Hinblick auf Finanzberatungsleistungen, die sie gegebenenfalls für Sie erbringt, von bestimmten Anforderungen des singapurischen Financial Advisers Act, Kap. 110 (der «FAA»), der FAR und der hierzu erlassenen Bekanntmachungen und Richtlinien befreit. Dazu zählen Ausnahmen von folgenden Vorschriften:

- Abschnitt 25 der FAA (gemäss Regulation 33(1) der FAR),
- Abschnitt 27 der FAA (gemäss Regulation 34(1) der FAR) und
- Abschnitt 36 der FAA (gemäss Regulation 35(1) der FAR).

Empfänger in Singapur sollten sich bei Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Material ergeben, an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, wenden.

Im Fall von Fragen oder Einwänden zu Marketingmaterial, das sie von uns erhalten haben, wenden Sie sich bitte an unseren Datenschutzbeauftragten unter dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, HK Branch) oder PDPO.SGD@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, SG Branch) oder csau.privacyofficer@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, Sydney Branch).

Der gesamte Inhalt dieses Dokuments unterliegt dem gesetzlichen Urheberrechtsschutz (alle Rechte vorbehalten). Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Credit Suisse weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt, weitergeleitet (auf elektronische oder andere Weise), abgeändert oder für öffentliche oder kommerzielle Zwecke verwendet werden. © 2022, Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten. Die Credit Suisse AG (Unique Entity Number in Singapur: S73FC2261L) ist eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft.

22C014A_IS

Impressum

Redaktionsleitung
Philipp Lisibach
Head of Global Investment Strategy

Chefredaktion
Nannette Hechler-Fayd'herbe
Head of Global Economics & Reserch

Redaktionelle Unterstützung
Catherine McLean Trachsler
Christa Jenni
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl

Projektmanagement
Camilla Damm Leuzinger
Claudia Biri
Serhat Günes
Laurence Lam

Redaktionsschluss
11. November 2022

Design
LINE Communications AG

Übersetzungen
Credit Suisse Language & Translation Services

Weitere Informationen
credit-suisse.com/investmentoutlook

Quellenangaben

1 Solar Industry Supply Chain That Will Beat Climate Change Is Already Being Built – Bloomberg

2 UK's Biggest-Ever Renewables Auction Is Also the Cheapest – Bloomberg

3 Solar power generation (ourworldindata.org)

4 Renewable electricity – Renewable Energy Market Update – May 2022 – Analysis – IEA

5 Solar Industry Supply Chain That Will Beat Climate Change Is Already Being Built – Bloomberg

6 Solar Is Now 33% Cheaper Than Gas Power in US, Guggenheim Says – Bloomberg

Autoren/Mitwirkende

Daniel Rupli
Head of Single Security Research, Equity Credit

David Sneddon
Head of Global Technical Analysis

Tobias Merath
Head of Wealth Content Strategy

Luca Bindelli
Head of Global FI, FX and Commodity Strategy

Marc Häfliger
Head of Global Equity Strategy

David Wang
Head of China Economics

Jelena Kucenko
Head of Global Alternative Investments Strategy

Jessie Gisiger
Head of Global Credit Strategy and Investment Themes

Stefan Graber
Head of Global Commodity Strategy

Karsten Linowsky
Head of Global Currency Strategy

Ralf Büsser
Head of Portfolio Strategy and Risk

Claude Maurer
Chief Economist Switzerland

Anand Datar
Alternative Investments Strategist

Sarah Leissner
Alternative Investments Strategist

Rasmus Rousing
Equity Strategist

Laura Smith
Equity Strategist

Sunny Chabriya
Equity Strategist

Satish Aluri
Equity Strategist

Florence Hartmann
Emerging Market Bonds & FX Strategist

Francesco Mazzeo
Sustainable Investment Specialist

credit-suisse.com

© 2022, CREDIT SUISSE