CREDIT SUISSE

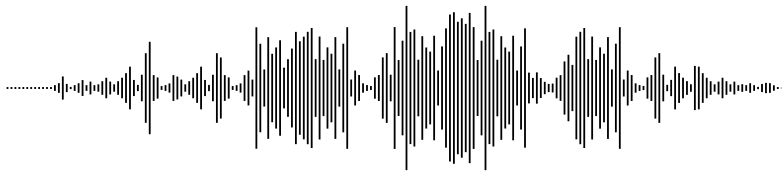
GI

Global Investor 1.10, Mai 2010
Expertenwissen für Anlagekunden der Credit Suisse

Inflation

Risiken und Konsequenzen für Anleger

Harold James Inflation ist immer und überall ein politisches Phänomen. **Thomas Jordan, Randall S. Kroszner, Martín Redrado, Hartadi A. Sarwono, Ivan Šramko** Fünf amtierende und ehemalige Zentralbanker aus aller Welt diskutieren die neue Finanzordnung. Wer ist für Boom und Crash an den globalen Märkten verantwortlich? Welches sind die mittelfristigen Inflationsprognosen? Und wie lässt sich Stabilität am besten erreichen?



Hören Sie den Global Investor
www.credit-suisse.com/globalinvestor

Impressum
Credit Suisse AG, Global Research, P.O. Box 300, CH-8070 Zürich **Herausgeber** Giles Keating **Redaktion** Oliver Adler, Thomas Herrmann, Ulrich Kaiser **Redaktionsschluss** 26. März 2010
Produktionsleitung Markus Kleeb, Katharina Schlatter **Konzept, Gestaltung und Realisation** www.arnold.inhaltundform.com; Michael Suter, Giselle Weiss, Michele Iseppi, Nadia Bucher (Projektmanagement) **Redaktionelle Bearbeitung** Zoe Arnold, Ruth Hafen **Druck** GDZ print, Zürich **Illustration Cover** Bruno Muff

Weitere Ausgaben dieser Publikation erhalten Sie über Ihren Kundenberater. Mitarbeitende der Credit Suisse können weitere Exemplare direkt über Netshop bestellen.
Diese Publikation ist über das Internet erhältlich: www.credit-suisse.com/globalinvestor. Intranetzugriff für Mitarbeitende der Credit Suisse: http://research.csintra.net.
Internationale Unterstützung im Research wird über das weltweite Netz der Repräsentanten der Credit Suisse gewährleistet.

myclimate neutral Drucksache
No. 01-10-447046 - www.myclimate.org
© myclimate - The Climate Protection Partnership

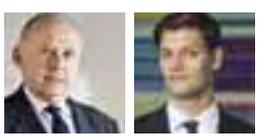
Foto: Thomas Eugster

Nach der weltweiten Finanzkrise unternahmen Regierungen und Zentralbanken entschiedene Schritte, um das Finanzsystem zu stabilisieren und eine Deflation sowie eine Depression zu verhindern. Bis jetzt scheint ihnen dies gelungen zu sein. Die globalen Wirtschaftsindikatoren zeigen seit Sommer 2009 in fast allen Volkswirtschaften aufwärts. Der Welthandel ist stark gewachsen und das Preisniveau ist, mit wenigen Ausnahmen, nicht weiter gesunken. Zudem konnten die chronischen globalen Ungleichgewichte (hoher Verschuldungsgrad der Haushalte in den USA und Teilen Europas, überhöhte Sparquoten in Asien), die zur Krise beigetragen hatten, reduziert werden.

Das Eingreifen der Regierungen bringt jedoch auch mittel- bis langfristige Risiken mit sich. Eines davon ist unter Umständen ein Wiederanstieg der Inflation. Als zweite Folge sind in den entwickelten Volkswirtschaften die Ungleichgewichte in den Staatshaushalten dramatisch angestiegen. Wie wir in unserem Leitartikel diskutieren, gibt es zwar nur eine schwache Verbindung zwischen höherer Verschuldung und höherer Inflation. Eine hohe Verschuldung intensiviert jedoch die Unsicherheit über die zukünftige Geldpolitik und allgemeine wirtschaftliche Stabilität. Als weitere Folge dieser Massnahmen scheinen die unmittelbaren Inflationsrisiken in den Schwellenländern, wo der Absatz rasch gestiegen ist, viel höher zu sein als in den entwickelten Ländern, in denen die Behörden einen Grossteil des Geldes «gedruckt» haben. Beides weist darauf hin, dass Investoren auch zukünftig mit grösseren Marktschwankungen rechnen müssen. Unser Artikel zu den Anlageimplikationen zeigt jedoch, dass «offensichtliche» Lösungen – beispielsweise eine starke Verlagerung von Portfolios in Richtung einfacher Inflations-Hedges – unter diesen Umständen nicht unbedingt richtig sind.

Nicht nur Investoren suchen nach Stabilität, sondern auch Entscheidungsträger, wie unsere Diskussionsrunde mit Vertretern von Zentralbanken ganz klar zeigt. Um die Stabilität wiederherzustellen, müssen Regierungen und Finanzindustrie (die im Mittelpunkt der Krise standen) gemeinsam globale Lösungen finden. Andernfalls, so Professor Harold James, könnten länger andauernde wirtschaftliche und politische Unruhen die Folge sein. Hoffen wir, dass es nicht so weit kommen wird.

Giles Keating, Head of Research for Private Banking and Asset Management



Verantwortlich für die Koordination der Fokusthemen in dieser Ausgabe:

Oliver Adler ist Head of Global Economics and Real Estate Research bei Credit Suisse Private Banking and Asset Management. Oliver Adler hat einen Bachelor der London School of Economics sowie einen Master in International Affairs und einen Doktortitel in Wirtschaftswissenschaften der Columbia University in New York.
Thomas Herrmann ist Senior Economist bei der Credit Suisse. Er leitet ein Team von Analysten, das globale Konjunkturentwicklungen untersucht, und war zuvor für die Analyse der wirtschaftlichen Entwicklungen in den USA verantwortlich. Er war ausserdem ein Jahr für die Credit Suisse in Singapur tätig, wo er sich auf den asiatischen Markt konzentrierte, und hat einen Master in Economics and Finance der Universität St. Gallen.

Der Global Investor erhielt 2006, 2007, 2008 und 2009 die Auszeichnung BCP (Best of Corporate Publishing) für Finanzdienstleistungsveröffentlichungen.

«Normalbürger nehmen die Inflation anders wahr als wir Statistiker.»

Hans Wolfgang Brachinger

Offizielle Inflationsberechnungen dienen als Basis bei Lohnabschlüssen oder Anpassungen bei der Altersvorsorge. Für Menschen, die täglich einkaufen, sind diese Zahlen jedoch nicht besonders aussagekräftig. Hans Wolfgang Brachinger von der Universität Freiburg, Schweiz, analysierte das Einkaufsverhalten und erkannte, wie sensibel Menschen auf Preisanstiege bei alltäglichen Gütern reagieren. Unterdessen interessieren sich auch Regierungen für die wahrgenommene Inflation. > Seite 14

Hyperinflation ist historisch gesehen relativ selten. In Phasen tief greifender sozialer und politischer Umbrüche bleibt sie jedoch ein Risiko. Das 20. Jahrhundert kennt einige Beispiele. Die Zeitzeugen Tinashe Mushakavanhu, Jessica Mann and Jun-ichi Yoshida erzählen von ihren Erfahrungen mit extremer Inflation (Argentinien und Simbabwe) sowie Deflation (Japan). > Seite 36

Inflation

08

Überkonsum und Inflation
Bringt uns die hohe Staatsverschuldung eine Inflation? Oliver Adler, Head of Global Economics and Real Estate Research, Credit Suisse Private Banking, über die Risiken.

13

Unsichere Zeiten für das Bildungswesen
Ein unberechenbarer Anstieg der Inflation erschwert Bildungsinstitutionen die Planung, sagt Martin Freedman, Leiter der Abteilung Löhne, Arbeitsbedingungen und Renten bei einer der grössten britischen Lehrergewerkschaften.

14

Gefühlte Inflation
Die Wahrnehmung von Inflation hat viel damit zu tun, was die Menschen wie häufig einkaufen, erklärt Hans Wolfgang Brachinger, Statistiker an der Universität Freiburg, Schweiz.

18

Auf Mässigung folgt Chaos
Verleitet der Wunsch nach geldpolitischer Stabilität die Politik, sich über die internationale Zusammenarbeit hinwegzusetzen, obwohl diese jetzt besonders nötig wäre? Harold James von der Princeton University wirft einen Blick in die Geschichtsbücher.

24

Überhöhte Anlagepreise richtig einschätzen
Eine Inflation der Anlagepreise ist mehr oder weniger gefährlich, je nachdem ob sie mit einer lockeren Geldpolitik oder einer Verschuldung einhergeht, so Oliver Adler, Head of Global Economics and Real Estate Research, Credit Suisse Private Banking.

26

Stabilität aus Sicht der Zentralbanker
Die amtierenden und ehemaligen Notenbanker Thomas J. Jordan, Randall S. Kroszner, Martín Redrado, Hartadi A. Sarwono und Ivan Šramko diskutieren die geldpolitischen Herausforderungen im heutigen wirtschaftlichen und politischen Umfeld.

32

Aus der Teuerung Gewinn ziehen
Mit einer klugen Asset Allocation lassen sich die Auswirkungen einer Inflation nicht nur mildern, sondern gar positiv umsetzen. Martin Bernhard, Martin Hirt und Georg Stillhart, Credit Suisse Asset Management und Private Banking, wissen, wie.

Investment Research

38

Steigende Kaufkraft in den Schwellenländern
Durch das starke Wachstum in Schwellenländern steigen immer mehr Menschen in die Mittelschicht auf. Ihre neu gewonnene Kaufkraft ermöglicht ihnen den Zugang zu Gütern jenseits des Grundbedarfs, schreibt Olivier P. Müller.

42

Unkorrelierte Vermögenswerte
An den Märkten reagieren Anlageklassen häufig ähnlich auf den Konjunkturzyklus. Anlagen in Nischensegmenten, wie Holz und einige Rohstoffe, bringen laut Cédric Spahr und Reto Meneghetti mehr Vielfalt in ein Portfolio.

45

M&A-Aktivität beeinflusst Aktien und Anleihen
Mehr Zuversicht und Liquidität dürften die Fusions- und Übernahmetätigkeit ankurbeln. Für Aktionäre eine gute Nachricht, für Bondinhaber können finanziell labile Unternehmen jedoch Risiken bergen, so Paul Danis und Louis Landeman.

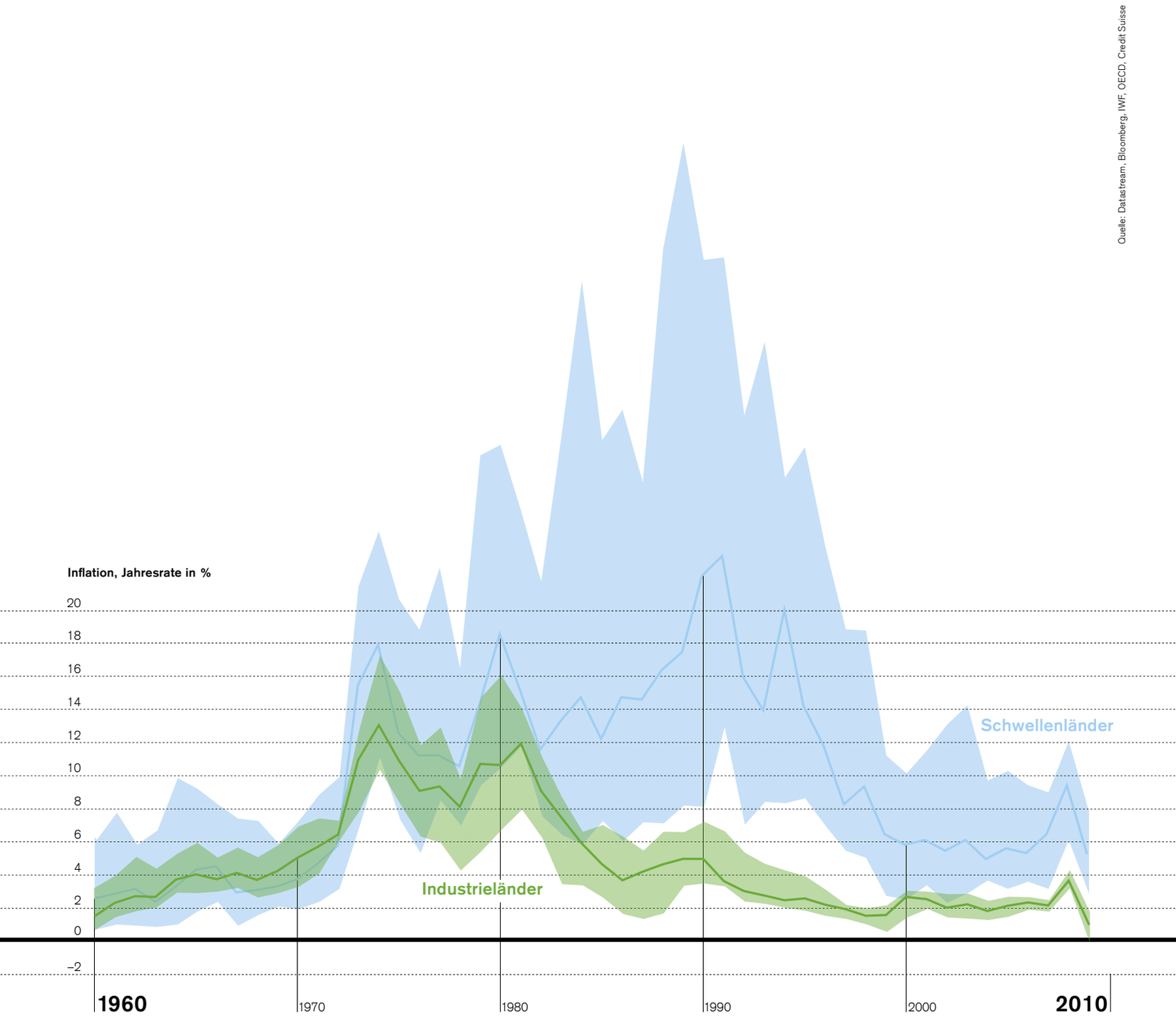
48

Globaler Markt für Gewerbeimmobilien
Für globale Direktanlagen in Gewerbeimmobilien könnte 2010 die Wende kommen, was attraktive Einstiegsmöglichkeiten ergeben würde, so Martin Bernhard und Karim Cherif. Doch das Timing ist wichtig, und Selektivität zahlt sich aus.

51

Innovation als Herausforderung
Woran erkennt man, ob sich eine Innovation durchsetzen wird oder nicht? Thomas Kaufmann, Ulrich Kaiser und Uwe Neumann geben Tipps und präsentieren zwei Beispiele für aussichtsreiche Technologien.

Disclaimer > Seite 54
Autoren > Seite 56



* Die ausgezogenen Linien markieren den Zentralwert (Median) der Inflationsrate für die beiden Ländergruppen. Die schraffierten Bereiche reichen vom oberen bis zum unteren Quartil für jede Gruppe.

Ist die «Grosse Mässigung» gefährdet?

Obwohl sie vor der Finanzkrise von 2008 anstieg, ist die Inflation seit Jahrzehnten auf dem Rückzug. Dieser Prozess begann in den Industrieländern Anfang der 1980er-Jahre, nachdem in den Siebzigern «Stagflation» geherrscht hatte. Die Schwellenländer folgten dieser Vorgabe. Die zyklischen Inflationsrisiken sind dort zurzeit höher als in den industrialisierten Volkswirtschaften, doch wird wohl keiner der Akteure die Errungenschaften der Grossen Mässigung aufgeben wollen.

Überkonsum und Inflation

In der Finanzkrise verwandelten sich inflationstreibende Ausgabenexzesse vielerorts in deflationär wirkende Sparsamkeit. Obwohl die Geld- und die Fiskalpolitik radikal gelockert wurden, sind kurzfristige Inflationsrisiken in den am stärksten betroffenen Ländern gering. In weniger betroffenen Volkswirtschaften steigen sie, vor allem in den Schwellenländern. Die Industriestaaten müssen sehen, wie sie der steigenden Staatsverschuldung beikommen. Eine höhere Inflation als Lösung ist unwahrscheinlich, aber nicht auszuschliessen.

Oliver Adler, Head of Global Economics and Real Estate Research for Credit Suisse Private Banking and Asset Management

Hören Sie diesen Artikel:
www.credit-suisse.com/globalinvestor

Die Inflation lässt sich zwar nicht genau prognostizieren, aber ihre Ursache ist letztlich eine einfache: Wenn eine Gesellschaft über ihre Verhältnisse lebt – üblicherweise, aber nicht ausschliesslich, weil die Zentralbank zu viel Liquidität bereitstellt –, resultiert Inflation. Zur Beurteilung der Inflationsrisiken nach der jüngsten Krise konzentrieren wir uns auf die Frage, wie sich die Muster der Ausgabenexzesse infolge der Rezession und der (geld-)politischen Reaktionen auf dieselbe verändert haben. Wir versuchen zudem abzuschätzen, ob die Zentralbanken wegen des auf der öffentlichen Hand lastenden Ausgabendrucks mehr Geld drucken werden.

Ausgabenexzesse vor der Krise und Inflation der Vermögenswerte

Es bestehen kaum Zweifel darüber, dass gewisse Gesellschaften in den Jahren vor der Finanzkrise über ihre Verhältnisse lebten. Die laufende Zunahme der Leistungsbilanzdefizite und die anhaltende Verschlechterung der Bilanzen von Privathaushalten, Regierungen und Finanzinstituten belegen dies zur Genüge, und zwar sowohl in den USA und Grossbritannien als auch in einigen kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften. Aus verschiedenen Gründen stellte sich aber – gemessen am Index der Konsumenten- und Dienstleistungspreise – kein ernsthafter Inflationsdruck ein. Erstens blieb das Angebot an vielen Konsumgütern höchst elastisch, was hauptsächlich der enormen Expansion der Produktionskapazitäten in China und anderen Schwellenländern zuzuschreiben war. Zweitens scheint die länger anhaltende Phase moderater Inflation seit Anfang der 1990er-Jahre zu einer Verankerung der Inflationserwartungen auf sehr moderaten Niveaus beigetragen zu haben, was sich dämpfend auf den Lohn- und Preisdruck ausgewirkt hat. (Die an der Rendite inflationsindexierter US-Staatsanleihen gemessenen Inflationserwartungen veränderten sich von 2004 bis zum Ausbruch der Finanzkrise praktisch nicht.) Drittens – und das ist wohl der wichtigste Punkt – glauben wir, dass die Inflation nicht adäquat gemessen wurde: Die Preise eines wichtigen Segments der «Konsumgüter» – nämlich der Eigenheime – stiegen in den Jahren vor der Krise steil an. Da diese Güter aber gemeinhin als langlebige Vermögenswerte klassiert werden, fand dieser Anstieg nicht Eingang in den Konsumentenpreisindex. Kurz: Der Überkonsum schlug sich also nicht auf die Konsumentenpreisinflation nieder, sondern machte sich in erster Linie in steigenden Preisen für Vermögenswerte (sogenannte Asset-Preis-Inflation) bemerkbar. Ab 2006 begann das allgemeine Preisniveau zwar nach oben zu klettern, was indes hauptsächlich auf den sprunghaften Anstieg der Preise für Rohstoffe zurückzuführen war, deren Angebot deutlich weniger elastisch ist als bei anderen Gütern. Die Zentralbanken reagierten auf diesen Inflationsdruck mit ersten geldpolitischen Straffungsschritten. Zumindest in Europa kamen als Auslöser zudem ein wachsendes Unbehagen über eine allgemeine wirtschaftliche Überhitzung und zunehmende Übertreibungen an den Immobilienmärkten hinzu.

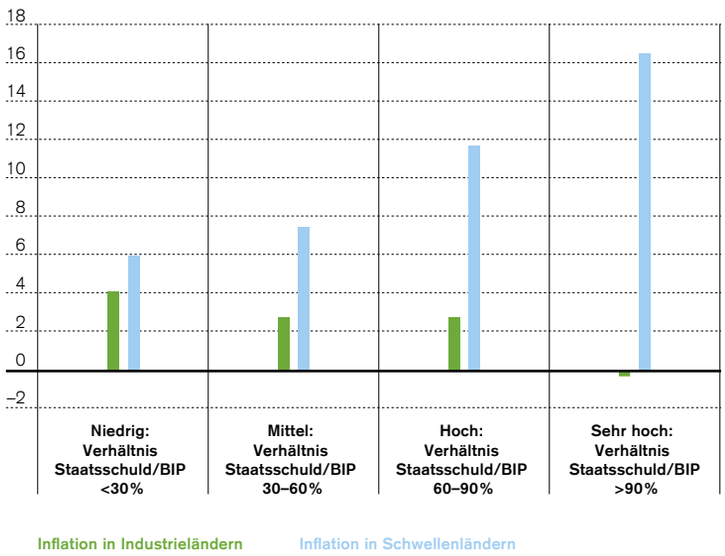
>

Führt hohe Staatsverschuldung zu Inflation?

Daten aus der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg scheinen diese Frage zu verneinen. Zumindest dort, wo Zentralbanken unabhängig genug sind, Nein zu sagen, wenn die Regierung Geld will. In den Schwellenländern war das nicht so; höher verschuldete Länder hatten eine höhere Inflation. Nun sind auch diese Zentralbanken unabhängiger, die Staatsfinanzen meist solider als die der Industrieländer. Die Folgen einer galoppierenden Inflation sind derart negativ, dass eine Monetisierung der Schulden als Ausweg aus der hohen Staatsverschuldung unwahrscheinlich erscheint.

Datenquelle: Reinhart, Carmen M., und Rogoff, Kenneth S.: Growth in a Time of Debt, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Januar 2010 (NBER working paper series, 15639).

Zentralwert (Median) der Inflation (in %) für diverse Verschuldungsniveaus



Auf diese Phase der geldpolitischen Straffung folgte das Platzen der Spekulationsblase am Immobilienmarkt, die wiederum den bis anhin ausgabefreudigen Privatsektor deutlich sparsamer werden liess. So schnellte beispielsweise die am verfügbaren Einkommen gemessene Sparquote in den USA zwischen März 2008 und Mitte 2009 von unter einem Prozent auf über sechs Prozent nach oben. Der markante Nachfrageeinbruch in den Industrieländern hatte in den Schwellenmärkten einen starken Rückgang der Exporteinnahmen und der privaten Ausgaben zur Folge. Dieser Übergang von einer ausgabefreudigen zu einer sparsamen Grundhaltung wurde zusätzlich durch das unvermittelte Zurückfahren der Kreditvergabe seitens des von hohen Wertberichtigungen gebeutelten Finanzsektors akzentuiert. Angesichts des weltweiten Nachfrageschwunds und der sich auftürmenden überschüssigen Lagerbestände wich der Inflationsdruck vor Ausbruch der Krise nun plötzlich einem Preisrückgang – nicht nur bei Immobilien, sondern auch bei Rohstoffen sowie Konsumgütern und Dienstleistungen im Allgemeinen. Die Welt sah sich plötzlich nicht mehr mit Inflationsdruck, sondern mit einem ernst zu nehmenden Deflationsrisiko konfrontiert.

Seit Mitte 2009 deuten allerdings Wirtschaftsdaten aus allen Regionen darauf hin, dass ein Abgleiten in eine Deflationsspirale vermieden werden konnte. Dies ist zweifellos den entschiedenen Reflationsmassnahmen der geld- und fiskalpolitischen Instanzen zu verdanken. Die Zentralbanken in den meisten Industrieländern senkten ihre Zinsen bis Mitte 2008 auf praktisch null, und zahlreiche Schwellenländer zogen mit. Darüber hinaus gewährten die US-Notenbank (Fed), die Europäische Zentralbank, die Bank of England, die Schweizerische Nationalbank und weitere Institute den Banken und ihren Kunden direkte quantitative Unterstützung, indem sie toxische Vermögenswerte übernahmen und diverse Kreditlinien einrichteten.

Auch die öffentliche Hand leistete massive Unterstützung. Schulden des Privatsektors wurden vom Staat absorbiert. Diverse Banken und Versicherungen wurden effektiv verstaatlicht, und zwar nicht nur in den USA, sondern auch zum Beispiel in Grossbritannien und Deutschland. Die US-Regierung übernahm die grossen Hypothekenanbieter Fannie Mae und Freddie Mac und entlastete damit praktisch viele Haushalte von der Bedienung ihrer Schulden. Darüber hinaus lancierten viele Regierungen rund um den Globus Ausgabenprogramme zur Ankurbelung ihrer Volkswirtschaften. Am Schluss stand eine Konjunkturerholung, die aber insbesondere in den Industrieländern auf Kosten einer massiven Verschlechterung der Staatshaushalte ging. Zusammenfassend wurde also die neu entdeckte Sparsamkeit des Privatsektors durch markant höhere Staatsausgaben ersetzt.

Von Reflation zu zyklischen Inflationsrisiken

Für eine Beurteilung der Inflationsrisiken nach der Krise sind zwei Fragen zu beantworten. Erstens: Haben die expansiven staatlichen Massnahmen die Gesamtnachfrage übermässig angekurbelt, sodass zyklische Inflationsrisiken drohen? Oder in unserer Terminologie: Werden die Ausgabenexzesse der öffentlichen Hand durch einen erneut auflebenden Überkonsum des Privatsektors zusätzlich akzentuiert werden? Und zweitens: Könnten die enormen Ausgaben von staatlicher Seite einen grundsätzlichen Paradigmawechsel hin zu höheren Inflationsraten einläuten und die Zentralbanken zu den «Financiers» dieser Staatsausgaben machen?

In den von der Immobilien- und Finanzkrise am stärksten betroffenen Ländern – vor allem den USA und Teilen Europas – scheinen die zyklischen Inflationsrisiken beschränkt. Erstens hat der Rückgang der Immobilienpreise die Vermögen der Privathaushalte stark beeinträchtigt. Die Konsumausgaben dürften vor diesem Hintergrund für eine gewisse Zeit flau bleiben. Zweitens wurde das Bankensystem stark in Mitleidenschaft gezogen. Die Kreditvergabe dürfte damit gedrückt bleiben. Zudem üben Aufsichtsbehörden und Märkte Druck auf die Banken aus, ihre Kapitalunterlegung zu erhöhen, was das Kreditgeschäft ebenfalls für eine Weile bremsen sollte. Inzwischen haben sich zwar die Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten wieder deutlich verbessert, aber der Zugang kleinerer und mittlerer Unternehmen zu diesen Märkten ist beschränkt. Die Unternehmensausgaben und die Einstellung neuer Arbeitskräfte werden daher voraussichtlich nicht stark wachsen. Allgemein dürfte die Nachfrage somit für längere Zeit hinter den Produktionskapazitäten zurückbleiben, was auf einen nur geringen Preisdruck schliessen lässt. Sollte sich allerdings der Optimismus von Konsumenten und Unternehmen früher als erwartet wieder regen, würden sie in der Tat geldpolitische Bedingungen vorfinden, die eine Rückkehr zu einem grosszügigeren Ausgabenverhalten fördern.

Derweil scheint das Risiko einer zyklischen Zunahme der Inflation in den von der Immobilienkrise am wenigsten betroffenen Regionen deutlich höher, insbesondere in vielen Schwellenländern und Rohstoffexportländern. Einerseits litten diese Länder nicht unter einem umfassend negativen Vermögensschock, andererseits sind ihre Bank-

systeme allgemein in besserer Verfassung. Das hohe Wachstum der Geld- und Kreditaggregate signalisiert beträchtliche Inflationsrisiken, und in verschiedenen Immobilienmärkten sind bereits erste Anzeichen für eine anziehende Asset-Inflation sichtbar. Die geld- und fiskalpolitische Ausrichtung dieser Länder wurde in Einklang mit den Vorgaben der Industrieländer ebenfalls expansiver und ist nun angesichts der relativ robusten fundamentalen Verfassung des Privatsektors zu konjunkturfreundlich. In zahlreichen Ländern sind die Realzinsen am kurzen Ende nach wie vor tiefer als vor der Krise, und die realen effektiven Wechselkurse sind schwächer. Zusammen deuten diese beiden Aspekte auf zu lockere geldpolitische Bedingungen hin. Am offensichtlichsten ist dies in China: Das Land hat seine Währung seit dem Ausbruch der Krise eng an den US-Dollar gekoppelt und importiert dadurch im Prinzip geldpolitische Bedingungen, die auf den markant schwächeren Privatsektor in den Vereinigten Staaten zugeschnitten sind. Die geldpolitischen Bedingungen in verschiedenen anderen Schwellenländern, darunter auch Südkorea, scheinen ebenfalls sehr locker zu sein. Es gibt jedoch auch wachstumsstarke Länder, wie etwa Australien und Brasilien, in denen die geldpolitischen Zügel (gemessen an den Zinsen oder den Wechselkursen) bereits merklich gestrafft wurden.

Wenn ein Inflationsschub verhindert werden soll, muss sich der Staatssektor in diesen wachstumsstarken Ländern weiter zurückziehen. Angesichts der Schwäche der USA und anderer industrialisierter Exportmärkte bestünde die optimale Politik darin, die Unterstützung für die Binnenwirtschaft weiterzuführen und jene für den Exportsektor zu reduzieren. Fiskalische Anreize sollten beibehalten und geldpolitische Anreize zurückgefahren werden. Letzteres würde bedeuten, einen Anstieg der Wechselkurse zu tolerieren. Eine derartige Politik wäre ein Schritt weg vom Merkantilismus des letzten Jahrzehnts, der der Förderung des Exportsektors höchste Priorität einräumte. Eine solche Neuausrichtung würde auch die Chancen für einen weiter gehenden globalen Nachfrageausgleich erhöhen. Wird sie nicht vollzogen und hält die staatliche Unterstützung auf breiter Front an, könnte sich die Inflation deutlich stärker als heute erwartet beschleunigen. Die Überhitzung in den Schwellenländern könnte sich in einem nächsten Schritt auf die industrialisierten Volkswirtschaften auswirken, am offensichtlichsten über markant höhere Rohstoffpreise. Abgesehen davon ist in den Schwellenländern aber der Druck auf die Zentralbanken, die Ausgaben der öffentlichen Hand mitzutragen, beschränkt, zumal die meisten dieser Länder über recht robuste Staatshaushalte verfügen. Die Inflationsrisiken scheinen damit aus zyklischer Sicht zwar hoch, nicht aber, wenn man sie durch eine langfristige, fundamentale Brille betrachtet.

Hindernisse für inflationstreibende staatliche Ausgabenexzesse

In den Industrieländern präsentiert sich das Bild anders. Zwar sind die zyklischen Inflationsrisiken gering, aber der Anstieg der Staatsschulden nährt Befürchtungen hinsichtlich eines längerfristigen Inflationsanstiegs. Werden die Zentralbanken dazu angehalten werden, die Schulden der öffentlichen Hand zu «monetisieren», das heisst die Staatsausgaben direkt über die Druckerpresse zu finanzieren? Beobachter, die ein entsprechendes Risiko sehen, weisen darauf hin, dass die Zentralbanken in den vergangenen zwei Jahren Geschäftsbanken, Hypothekeninstitute und Versicherungen bereits massiv unterstützt haben und diese Unternehmen sonst von staatlicher Seite hätten gerettet werden müssen. Könnte eine solche Geldpolitik von einer aussergewöhnlichen – und umkehrbaren – Reaktion auf eine akute Krise zum Normalfall werden? >

Foto: Martin Stollenwerk

Oliver Adler ist Head of Global Economics and Real Estate Research for Credit Suisse Private Banking and Asset Management. Er war zuvor in diversen Positionen für die UBS tätig, wo er das Research zu den Industrieländern leitete und für die Asset Allocation im Portfoliomanagement zuständig war. Er hat einen Bachelor der London School of Economics, einen Master in International Affairs und einen Ph.D. in Economics der Columbia University New York.

Eine ungenaue Wissenschaft

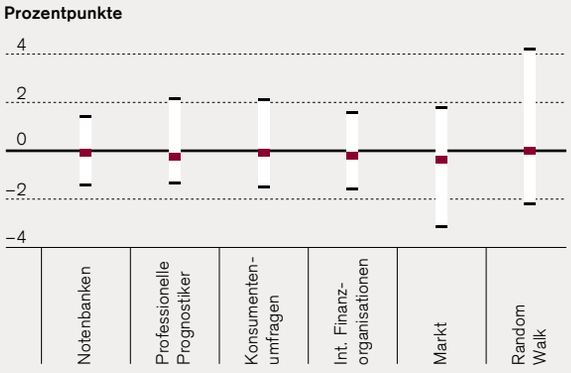
Die Kunst der Inflationsprognose

Künftige Inflationstrends zu erkennen, ist für Konsumenten, Produzenten und Anleger sehr wichtig. Leider sind Inflationsprognosen aber oft sehr ungenau. Ein Grund sind unvorhersehbare wirtschaftliche Schocks, die den Preisen plötzlich eine neue Richtung geben. Das beste Beispiel sind die Ölpreise, die sich zwischen 2002 und 2006 verdoppelten und dann bis Mitte 2008 nochmals um über 100 Prozent zulegten, nur um in den folgenden sechs Monaten fast total zu kollabieren. Das wirkte stark auf die globalen Konsumentenpreisindizes, wurde aber von den Prognostikern allgemein nicht antizipiert. Weil solche Schocks unvorhersehbar sind, scheinen Inflationsprognosen oft zu statisch, das heisst, die Analysten extrapolieren gerne das aktuelle Inflationsumfeld in die Zukunft. Aber sind Inflationsprognosen wirklich nicht besser als eine derartige lineare Fortschreibung («Random Walk»)?

Um das zu klären, haben wir für das vergangene Jahrzehnt die tatsächliche Inflationsentwicklung mit den Ein-Jahres-Prognosen von fünf Prognostikergruppen in vier Wirtschaftsregionen verglichen. Die Analysten der Zentralbanken scheinen mit einem durchschnittlichen Prognosefehler von 0.4 Prozentpunkten vergleichsweise erfolgreich gewesen zu sein, während die (an den Renditen inflationsindexierter Anleihen gemessenen) Markterwartungen am unzuverlässigsten waren. Professionelle Prognostiker, internationale Finanzinstitute und Konsumenten umfragen liegen dazwischen. Zwar erfasste keine Prognose das volle Ausmass der Preisausschläge, aber sie waren besser als der «Random Walk». Jedoch unterschätzten alle Gruppen die Inflation leicht. Aber Vorsicht bei diesem Vergleich: Erstens wird in Umfragen oft nur nach dem erwarteten Inflationstrend, nicht aber nach der konkreten Inflationsrate gefragt. Und zweitens könnte sich die Qualität der Prognosen bei Prognosehorizonten von über einem Jahr verändern.

Fabian Heller

Fehlerspektrum von Inflationsprognosen



Hinweis: Die roten Rechtecke bezeichnen den mittleren Prognosefehler (Median); die Balken zeigen das Fehlerspektrum.

In der Vergangenheit gingen massive Inflationsschübe in der Tat mit explodierenden Staatsschulden einher, insbesondere dann, wenn die Zentralbanken zur Finanzierung von Kriegen Geld druckten (vgl. Seite 16). Zudem belegt eine jüngst veröffentlichte Studie der Professoren Reinhart und Rogoff[1], dass Regierungen in Schwellenländern nach dem Zweiten Weltkrieg oft zur Druckerpresse Zuflucht nahmen, um ihre Ausgaben zu finanzieren, und dies selbst in Friedenszeiten. Die Studie fand indes für die meisten Industrieländer im selben Zeitraum keine systematische Korrelation zwischen Verschuldung und Inflation (vgl. Abb. auf Seite 10). Kann man aber wirklich davon ausgehen, dass dies auch in Zukunft der Fall sein wird?

Trotz des Drucks, der von den hohen Ausgaben der öffentlichen Hand ausgeht, sprechen unseres Erachtens diverse Faktoren dafür, dass eine systematisch inflationstreibende Schuldenfinanzierung in den hoch verschuldeten Industrieländern unwahrscheinlich ist. Ein wichtiger Aspekt ist in diesem Zusammenhang die in den vergangenen Jahrzehnten erlangte beträchtliche Unabhängigkeit vieler Zentralbanken von den fiskalpolitischen Instanzen, insbesondere auch durch die Schaffung der Europäischen Zentralbank. Ein zweiter und möglicherweise noch wichtigerer Faktor ist die disziplinierende Wirkung der Kapitalmärkte. Wenn die Kapitalmärkte zum Schluss gelangten, dass Zentralbanken systematisch Geld drucken, würden sie rasch und heftig reagieren. Die Anleihenrenditen würden nach oben schnellen und eine Finanzierungs- sowie eventuell eine Währungskrise auslösen, was die expansive Wirtschaftspolitik effektiv kurzschliessen würde. Agiles und risikobewusstes Kapital gewährleistet, dass eine absichtlich und systematisch inflationstreibende Politik wesentlich teurer zu stehen kommt, als dies sonst der Fall wäre.

Es wäre aber unklug, sich voll und ganz auf die institutionelle Unabhängigkeit der Zentralbanken oder die Marktdisziplin zu verlassen. Ob Zentralbanken Geld zur Finanzierung ausgabebereiter Regierungen (oder vielleicht präziser: von Sonderinteressen) bereitstellen oder nicht, wird letztlich davon abhängen, ob der politische Prozess sie dazu zwingt. Dies wiederum wird von den Präferenzen der bestimmenden politischen Kräfte – sei es eine kleine Elite oder eine demokratische Mehrheit – abhängen. Wir glauben, dass sich die alternden Mehrheiten in den industrialisierten Demokratien letztlich für Sparsamkeit und gegen inflationstreibende Ausgabenexzesse aussprechen werden, zumal Letztere den Wert ihrer ersparten Vermögen erodieren würden. Dasselbe gilt für die meisten Schwellenländer, wo grosse Teile der Bevölkerung in den vergangenen Jahrzehnten stark unter der Inflation gelitten haben. Auch diese Menschen werden die Errungenschaften der Grossen Mässigung wohl nicht aufs Spiel setzen wollen.

Indessen ist es in den Industrieländern von Griechenland bis zu den USA schwierig, politischen Rückhalt für eine Konsolidierung der Staatshaushalte zu finden. Eine fiskalische Gesundung wird lange dauern und nicht linear verlaufen. Weil eine hohe Staatsverschuldung das Vertrauen und das Wachstum tendenziell untergraben, wird der Druck auf die Zentralbanken, Unterstützung zu gewähren, beträchtlich sein. Die Normalisierung der Zinsen könnte so ebenfalls auf sich warten lassen. Die Schuldenproblematik wird also bisweilen indirekt Zweifel daran wecken, ob die Geldpolitik wirklich auf ein stabiles Preisumfeld mit niedriger Inflation ausgerichtet ist. Die damit einhergehende Unsicherheit könnte sich durchaus in einer substanziellen Volatilität der Finanzmärkte äussern. ■

1 Reinhart, Carmen M., und Rogoff, Kenneth S.: Growth in a Time of Debt, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Januar 2010 (NBER working paper series, 15639).

Unsichere Zeiten für das Bildungswesen

Langfristige Lohnabschlüsse versprechen Lehrern wie Schulen Sicherheit und Stabilität und verringern ihren bürokratischen Aufwand. So können sie sich auf zentrale Bildungsfragen konzentrieren. Ein Anstieg der Inflation erschwert jedoch die Planung, erklärt **Martin Freedman** von der britischen Gewerkschaft Association of Teachers and Lecturers (ATL).

Foto: Thomas Eugster

Martin Freedman ist bei der ATL für den Bereich Löhne, Arbeitsbedingungen und Renten verantwortlich. Die ATL wurde vor 126 Jahren gegründet und vertritt als Berufsverband und Gewerkschaft 160 000 Arbeitnehmer aus dem britischen Bildungssektor.

Giselle Weiss: Wie ist es den britischen Gewerkschaften in der jüngsten Finanzkrise ergangen?

Martin Freedman: Sehr unterschiedlich. Die Arbeitnehmer im privaten Sektor, vor allem im Finanzsektor, waren mit Massenentlassungen, Nullrunden und vermehrter Teilzeitarbeit konfrontiert. Auch einige Produktionssektoren blieben davon nicht verschont. Bis Ende letzten Jahres konnte sich der öffentliche Sektor, darunter das Bildungswesen, noch recht gut behaupten. Die Regierung hat jedoch mit einem massiven Haushaltsdefizit zu kämpfen, das sie im gegenwärtigen Wahljahr sicherlich verringern will. Dies könnte auf Kosten der Arbeitsplatz- und Lohnsicherheit im öffentlichen Dienst gehen.

Welche regionalen Unterschiede gibt es?

Martin Freedman: Das lässt sich nicht geografisch festmachen. Einige Universitäten und Bildungseinrichtungen könnten mehr in Mitleidenschaft gezogen werden als andere, schlicht aufgrund ihrer unterschiedlichen Reputation. Wohl niemand erwartet, dass Oxford und Cambridge genauso betroffen sind wie die Universität Greenwich. In London spricht man von einem Lehrermangel für Schüler bis 16 Jahre, was allerdings schon immer der Fall war. Das liegt vor allem an den hohen Lebenshaltungskosten und daran, dass das Unterrichten in einigen sozial benachteiligten Stadtteilen alles andere als leicht ist. Lehrkräfte werden landesweit gleich bezahlt. Jedoch wird die Einführung einer regionalen Gehaltsstruktur diskutiert, was unseres Erachtens mehr Probleme schaffen als lösen würde.

Im Dezember stieg die Inflation in Grossbritannien von 1.9 auf 2.9 Prozent. Fürchten Sie, die höhere Inflation werde noch länger anhalten?

Martin Freedman: Der starke Anstieg des Verbraucherpreisindexes im Dezember erklärt sich durch den vorherigen deutlichen Rückgang der Ölpreise. Nach einer Erhöhung der Mehrwertsteuer, die 2008 gesenkt worden war, um die Verbraucherausgaben anzukurbeln, stieg der Index im Januar sogar auf 3.5 Prozent. Die Teuerung wurde 2008 und 2009 also künstlich gedämpft und normalisiert sich nun wieder. Ausserdem war eine Menge Geld im Umlauf, da die Regierung die Nachfrage beleben wollte.

Inwieweit ist Inflation bei Ihren Tarifverhandlungen ein Thema?

Martin Freedman: Inflation ist ein Faktor, aber nicht unsere Hauptsorge, zumal sie in

den letzten Jahren niedrig war. Anfang der 1970er- oder 1980er-Jahre, als noch ganz andere Umstände herrschten, bestand mancherorts durchaus ein Interesse an einer hohen Inflation. Eine Inflation von 15 Prozent hätte eine Lohnerhöhung um 20 Prozent bedeutet. Da sich die Gehälter der Lehrkräfte entsprechend der allgemeinen Teuerung oder gar leicht besser entwickelt haben, stellen sich Lehrer heute ganz andere Fragen: Was würde ich in einem anderen Beruf bekommen? Was würde ich ohne Führungsverantwortung maximal verdienen? Was wäre mein Lohn als Manager?

Von der Ungewissheit im Zusammenhang mit den diesjährigen Wahlen abgesehen, mit welchen Schwierigkeiten rechnen Sie?

Martin Freedman: Der Vorteil langfristiger Tarifabschlüsse liegt in der Stabilisierung des Systems: Lehrer wissen, was sie verdienen werden, und Schulen wissen, was sie zu bezahlen haben. Bisher war die Inflation niedrig, aber auch unvorhersehbar, was die Sache komplizierter macht. Als wir 2008 eine Erhöhung der Löhne um 2.3 Prozent erreichten, fanden wir das gar nicht so übel, lag doch die Inflation damals bei rund 2.5 Prozent. Als sie im September 2008 plötzlich auf 5 Prozent anstieg, konnten wir nicht einfach neu verhandeln. Daher wird es meines Erachtens zumindest in den nächsten Jahren keine langfristigen Lohnabschlüsse mehr geben. Ein echtes Problem für die Schulen! Mit festen Lohnverpflichtungen können sie sich für zwei, drei Jahre auf andere Dinge konzentrieren, was allen zugutekommt. Wenn sie dagegen stets denken müssen «Oje, in drei Monaten sind wieder die Gehälter fällig, was sollen wir tun?», bleibt weniger Zeit für Bildungsfragen.

Wie würden Sie die Stärken der Gewerkschaften derzeit beschreiben?

Martin Freedman: Mit 60 bis 70 Prozent gegenüber höchstens 20 Prozent im privaten Sektor ist der öffentliche Sektor in diesem Land recht stark gewerkschaftlich organisiert. Dies liegt vor allem daran, dass – im Gegensatz zu neuen Wirtschaftszweigen wie Software oder Beratung – jene Sektoren mit bisher grossen Arbeitnehmerverbänden, darunter das Bauwesen und die Automobilbranche, in den letzten Jahren Federn lassen mussten. ■

Martin Freedman ist Leiter der Abteilung Löhne, Arbeitsbedingungen und Renten der britischen Bildungsgewerkschaft ATL. Er vertritt die ATL in der Sozialpartnerschaft zwischen Arbeitgebern, Lehrergewerkschaften und der Regierung. Er hat über 30 Jahre im Bereich Bildung und Beschäftigung gearbeitet.

Gefühlte Inflation

Eine präzise Messung der Inflation ist schwierig. In den meisten Ländern werden die Preisänderungen des Waren- und Dienstleistungskorbs eines typischen Verbrauchers mit dem offiziellen Konsumentenpreisindex (CPI) dargestellt. Die gefühlte Inflation und die offiziellen Zahlen weichen jedoch häufig voneinander ab, so **Hans Wolfgang Brachinger**, Statistikexperte und Professor an der Universität Freiburg, Schweiz.

Hören Sie diesen Artikel:
www.credit-suisse.com/globalinvestor

Foto: Thomas Eugster

In seiner Forschungsarbeit an der Universität Freiburg untersucht Professor Hans Wolfgang Brachinger, inwieweit die gefühlte Inflation beeinflusst, welchen Anteil unseres Lohns wir sparen anstatt auszugeben.

Giselle Weiss: Derzeit gibt es nur wenige Anzeichen für eine Teuerung in den USA und Europa. Dennoch geht das Inflationsgespenst um. Warum?

Hans Wolfgang Brachinger: Bis Ende 2009 war die Inflation in den USA sehr gering, die Staatsverschuldung jedoch sehr hoch. Es ist weithin bekannt, dass Regierungen die Inflation nutzen können, um aus der Schuldenfalle herauszukommen. Seit Dezember ist die Inflation in den USA wieder über 2 Prozent gestiegen. Die Amerikaner nehmen einen weiteren Inflationsanstieg vorweg und sorgen sich um ihre Kaufkraft. Oder das Beispiel Deutschland, das in den letzten hundert Jahren zweimal unter hoher Inflation gelitten hat – 1923 und nach dem Zweiten Weltkrieg. 1929 war es zudem von einer schweren Deflation betroffen. Die Angst vor einer instabilen Währung ist daher tief in der Psyche der Deutschen verankert.

Was brachte Sie auf die Idee der «wahrgenommenen Inflation»?

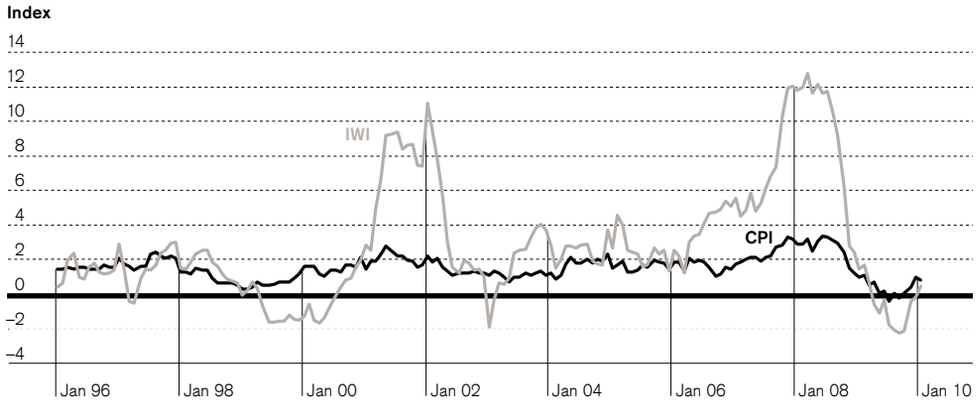
Hans Wolfgang Brachinger: 2002, im Jahr der Euro-Einführung, behauptete meine Mutter, sie hätte beobachtet, dass Produkte, die sie häufig kaufte, wie Joghurt und Strümpfe, viel teurer geworden seien, obwohl die Regierung hartnäckig vermeldete, dass es keine Inflation gebe. Zuerst nahm ich sie nicht ernst. Später zeigte sie mir jedoch ihre Quittungen und ich stellte fest, dass sie Recht hatte. Das brachte mich auf den Gedanken, dass womöglich die Normalbürger die Inflation anders wahrnehmen als wir Statistiker. Unsere Aufgabe ist es, eine Zahl zu liefern, die Zentralbanken verwerten können, was nicht heisst, dass diese Zahl auch für Menschen, die täglich einkaufen gehen, nützlich ist.

Was ist der Index der gefühlten Inflation?

Hans Wolfgang Brachinger: In einem nächsten Schritt suchte ich nach einer Möglichkeit, die gefühlte Inflation zu messen. Ich hatte mich bereits mit der Risikomessung beschäftigt und mich dabei auf wegweisende Studien der Nobelpreisträger und Psychologen Daniel Kahneman und Amos Tversky gestützt. Sie stellten fest, dass Menschen Abweichungen von einem bestimmten Risikoniveau als Gewinn und Verlust bewerten. Und nicht nur das: Verluste wiegen dabei doppelt so schwer wie Gewinne. Bezogen auf die Inflation bedeutet dies, dass ein Preisrückgang um einen Euro als ein Gewinn von einem Euro wahrgenommen wird, ein Preisanstieg um einen Euro jedoch als ein Verlust von zwei Euro zählt. Im traditionellen Konsumentenpreisindex (CPI) wird ein Anstieg um einen Euro gleich gewichtet wie ein Rückgang um einen Euro. Daher optimierte ich die traditionelle CPI-Formel, um das psychologische Element zu berücksichtigen. So entstand der Index der wahrgenommenen Inflation (IWI).

Offizielle versus gefühlte Inflation

Wie der deutsche Verbraucherpreisindex CPI (schwarze Linie) zeigt, veränderte sich die offizielle Inflation bei der Euro-Einführung im Januar 2002 kaum. Eine Teuerung der häufig gekauften Güter führte beim Index der wahrgenommenen Inflation IWI (graue Linie) jedoch zu einem Anstieg um mehr als das Doppelte der realen Inflationsrate. **Quelle: Center for Research in Economic Statistics, Universität Freiburg, Schweiz**



Was besagt der IWI?

Hans Wolfgang Brachinger: Ich wollte die von Normalbürgern wahrgenommene Inflation erklären, die als Einbildung abgetan wurde. In Zusammenarbeit mit dem Statistischen Bundesamt Deutschland berechnete ich den IWI anhand der 720 Waren im deutschen CPI-Korb. Im Zeitraum von 2002 bis 2004, als die Europäer über den Euro klagten, war die offizielle Inflation sogar rückläufig. Aus unseren IWI-Berechnungen ging hingegen ein beträchtlicher Anstieg der gefühlten Inflation hervor, und zwar um mehr als das Doppelte der offiziellen Inflationsrate. Die Preise häufig gekaufter Güter wie Bier und Zeitungen waren tatsächlich gestiegen. Dies macht deutlich, wie sensibel Menschen auf Preisanstiege reagieren. Eine spätere Analyse zeigt einen weiteren starken Anstieg im Jahr 2007, der mit dem Beginn der Finanzkrise einhergeht – verantwortlich dafür waren aber höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise (siehe Grafik).

Was bringen uns diese Ergebnisse?

Hans Wolfgang Brachinger: Der IWI dient weitgehend der Indexierung von Löhnen, Gehältern, Renten und Ähnlichem. Hier spielen persönliche Einstellungen und Wahrnehmungen, die letztlich das Kaufverhalten prägen, eine grosse Rolle. Die Konsumentenwahrnehmung wurde vom CPI bisher nicht berücksichtigt, doch die Regierungen werden sich zunehmend ihrer Bedeutung bewusst. Um die Akzeptanz des Euros zu erhöhen, untersuchten das Bundesstatistikamt und die Deutsche Bundesbank das Gefälle zwischen dem CPI und der gefühlten Inflation seit 2001. Auch bei der EU-Verbraucherumfrage wird nun nach der wahrgenommenen und der erwarteten Inflation gefragt. Und im berühmten Stiglitz-Sen-Fitoussi-Bericht, der kürzlich von Nicolas Sarkozy in Auftrag gegeben wurde, wird das Problem der subjektiven Inflationswahrnehmung explizit genannt.

Wie gut messen Wirtschaftsindikatoren generell das menschliche Wohlbefinden?

Hans Wolfgang Brachinger: Äusserst schlecht. Allerdings ist die Messung des menschlichen Wohlergehens auch nicht ihr Ziel. So ist zum Beispiel das BIP derzeit ein heisses Thema. Dem Sarkozy-Bericht zufolge ist es ein schlechter Indikator für den Fortschritt. Bereits als Student Anfang der 1970er-Jahre lernte ich, dass das BIP nicht perfekt ist, doch es gab nun einmal nichts anderes. Heutzutage können wir vielschichtigere Messungen vornehmen. Nun gilt es, die Annahmen des IWI sowohl experimentell als auch empirisch genauer zu untersuchen und bessere Indikatoren zu entwickeln, die das subjektive Wohlbefinden berücksichtigen. Einer meiner Vorschläge lautet, einen CPI (+50), eine Art «Portemonnaie-Index» zu berechnen, der die 50 am häufigsten gekauften Güter umfasst und als Index der kurzfristig erwarteten Inflation dient. ■

Hans Wolfgang Brachinger ist Professor am Departement für Quantitative Wirtschaftsforschung und Leiter des Seminars für Statistik an der Universität Freiburg, Schweiz. Ferner ist er Präsident der schweizerischen Kommission für die Bundesstatistik, Kolumnist des «Handelsblatts» sowie Chefredakteur der Zeitschrift «Wirtschafts- und Sozialstatistisches Archiv».

Inflation gestern und heute

Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff (This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, 2009) haben aus vielen historischen Quellen und wirtschaftsgeschichtlichen Studien eine Datensammlung zur Preisentwicklung von verschiedenen Gütern zusammengestellt, die sich global über mehrere Jahrhunderte erstreckt.

Dabei ist zu beachten, dass die heutigen offiziellen «repräsentativen» Konsumkörbe und monatlichen Inflationsstatistiken moderne Entwicklungen sind, die es früher nicht gegeben hat. Das obige Inflationsbarometer basiert auf den verfügbaren Daten für den dargestellten Zeitraum. Sie beziehen sich auf die Preisentwicklung einzelner Rohstoffe wie Weizen und Reis (für Asien), Grosshandels- und Produzentenpreisindizes sowie (wenn verfügbar) breiter aufgestellte Verbraucherpreis- oder Lebenshaltungskostenindizes. Da es starke Schwankungen gibt, haben wir die Daten mit 10-Jahres-Durchschnitten geglättet, um grössere Trends identifizieren zu können. Die Veränderungen im Laufe der Zeit sind ein Ausdruck tief greifender wirtschaftlicher und politischer Entwicklungen. Ein Kernpunkt des Gesamtbildes ist, dass es sich bei dem allgemeinen Aufwärtstrend der globalen Inflation offenbar um ein relativ junges Phänomen handelt, das erst im 20. Jahrhundert auftritt. Während die globale «Trendinflation» zuvor im Schnitt Jahrhunderte lang verhalten blieb, zeigen die Daten einzelner Länder jedoch auch längere Phasen starker Inflation respektive Deflation.

Obwohl für viele Länder ausführliche Daten verfügbar sind, sind in der Abbildung Beispiele ausgewählter inflationärer (und deflationärer) Phasen unter kurzer Erläuterung des historischen Kontexts aufgeführt. Daraus geht hervor, dass ein inflationärer Geldmengenüberschuss unter anderem wegen der Finanzierung von Kriegen resultieren kann. In anderen Fällen bleibt die Geldmenge relativ konstant, während sich die Gütermenge verringert. In diesem Fall

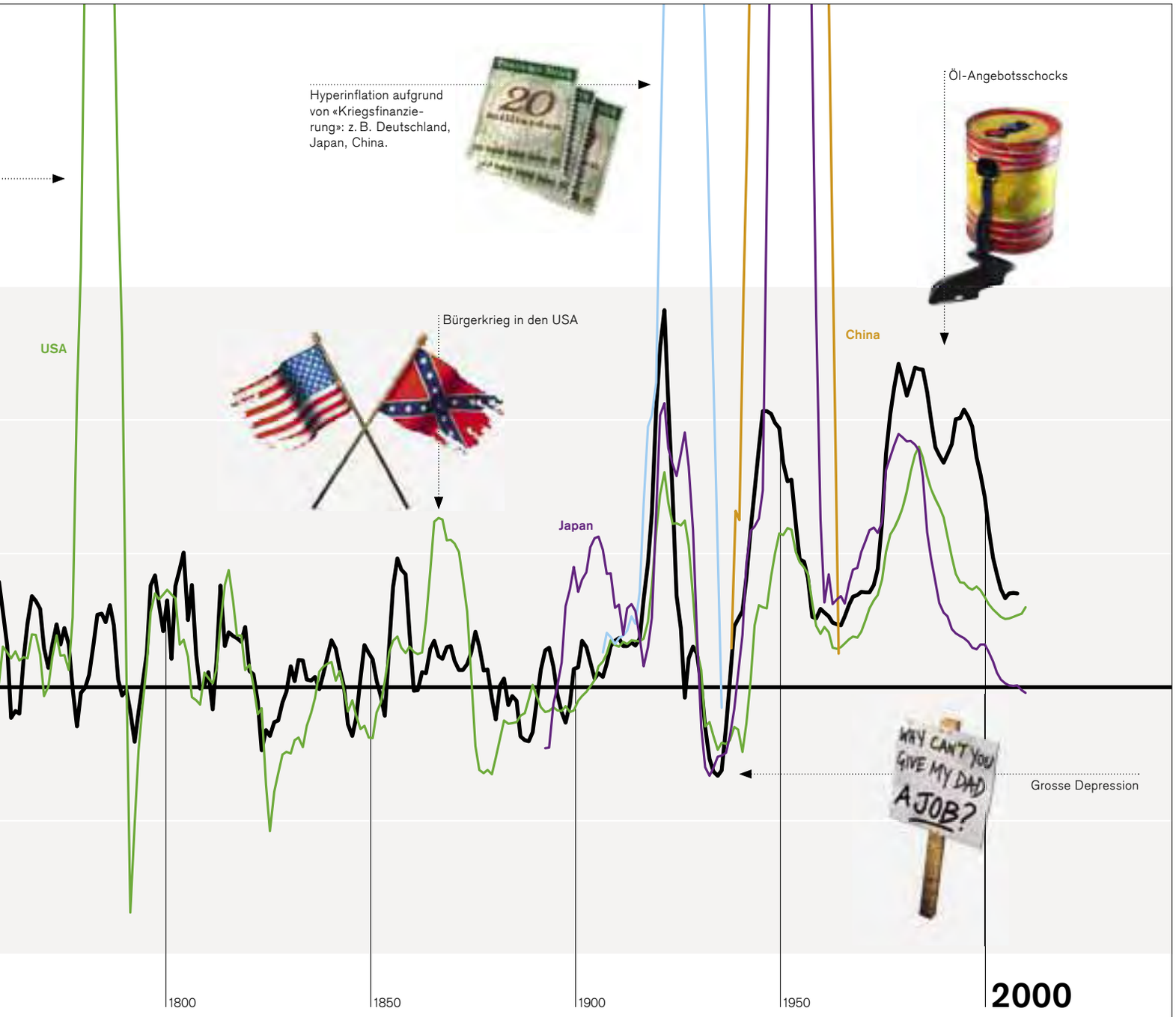


Illustration: John Hollander | Quelle: Reinhard Rogoff

sprechen Wirtschaftswissenschaftler von einem Angebotsschock, so etwa wegen schlechter Ernten, kriegsbedingter Produktionsausfälle oder eines plötzlichen Rückgangs der Ölproduktion (OPEC 1973).

Der allgemeine Anstieg der globalen Inflation im 20. Jahrhundert und das häufigere Auftreten einer starken Inflation oder Hyperinflation (wie in Deutschland Anfang der 1920er-Jahre, in Japan nach dem Zweiten Weltkrieg, in Lateinamerika während der 1980er- und 1990er-Jahre und zuletztin Simbabwe) rührt möglicherweise daher, dass es leichter geworden ist, Geld herzustellen. Bereits in der Vergangenheit produzierten Regierungen zusätzliches Geld, indem sie beispielsweise den Edelmetallgehalt in den Münzen verringerten. Wenn auf diese Weise zu viel Geld geschöpft wird, kommt es tendenziell zu einer Inflation. Mit der fortschreitenden Entwicklung von Währungs- und Finanzsystemen wurden umfangreichere Erhöhungen der Geld- und Kreditmenge und somit auch ausgeprägtere Inflationsschocks möglich. Aufgrund der zunehmenden globalen Vernetzung können zuvor begrenzte Schocks rascher auf andere Länder übergreifen (zum Beispiel über den Ölpreis).

Die grössere Unabhängigkeit der Notenbanken seit den 1970er-Jahren hatte eine stärkere Kontrolle des Geldmengenwachstums und einen Abwärtstrend der globalen Inflation zur Folge. Der historische Überblick endet nach der Finanzkrise. Die Notenbanken halten nach wie vor eine niedrige Inflation für eine Grundvoraussetzung für Stabilität und nachhaltiges Wachstum. Obwohl sich manche Stimmen für eine anhaltende und stärkere geldpolitische Lockerung zur Unterstützung der konjunkturellen Erholung auch zum Preis einer leicht erhöhten Inflation aussprechen, dürften starke Schwankungen der globalen Inflation wie im 20. Jahrhundert der Vergangenheit angehören.

Thomas Herrmann

Foto: Bettmann/CORBIS Specter

Deutsche Inflation 1924

Nach der Niederlage im Ersten Weltkrieg und den lähmenden Reparationszahlungen im Rahmen des Versailler Vertrags erreichte die deutsche Hyperinflation von 1923–1924 ein derart vernichtendes Ausmass, dass die Menschen wertlose Geldscheine sogar zum Heizen und Kochen verwendeten.

Auf Mässigung folgt Chaos

Die Einsicht, dass Inflation die Demokratie gefährden kann, stützte in den letzten 25 Jahren eine auf niedrige Inflation ausgerichtete Wirtschaftspolitik. Diese Unterstützung schwindet nun und Zentralbanken sind dem Risiko ausgesetzt, «verstaatlicht» zu werden. Damit könnte sich das Szenario der Dreissigerjahre wiederholen. Statt internationaler Zusammenarbeit und Stabilität würde daraus Chaos resultieren.

Harold James, Historiker und Fakultätsmitglied der Princeton University

Frei nach Milton Friedmans berühmter Aussage ist Inflation oder allgemeiner ausgedrückt geldpolitische Stabilität «stets und überall» ein politisches Phänomen. Im Laufe der Geschichte hatten die Binnenpolitik und internationale politische Kräfte einen grossen Einfluss darauf, ob die für Währungsstandards verantwortlichen Personen deren Stabilität anstrebten oder ob die Welt unter geldpolitischen Unruhen und ihren unangenehmen Folgen leiden musste.

Während der letzten drei Jahrzehnte war die Inflation fast überall rückläufig. Das «Ende der Inflation» und «die Grosse Mässigung» waren fundamentale Pfeiler für die Liberalisierung eines Grossteils der Weltwirtschaft und erhöhten das Vertrauen, den Handel und den Wohlstand. Die hohe Inflation der Siebzigerjahre verzerrte die relative Preisstruktur, liess Unternehmen glauben, sie machten Gewinne, obwohl sie tatsächlich Verluste machten, und hatte dadurch massive Fehlinvestitionen zur Folge.

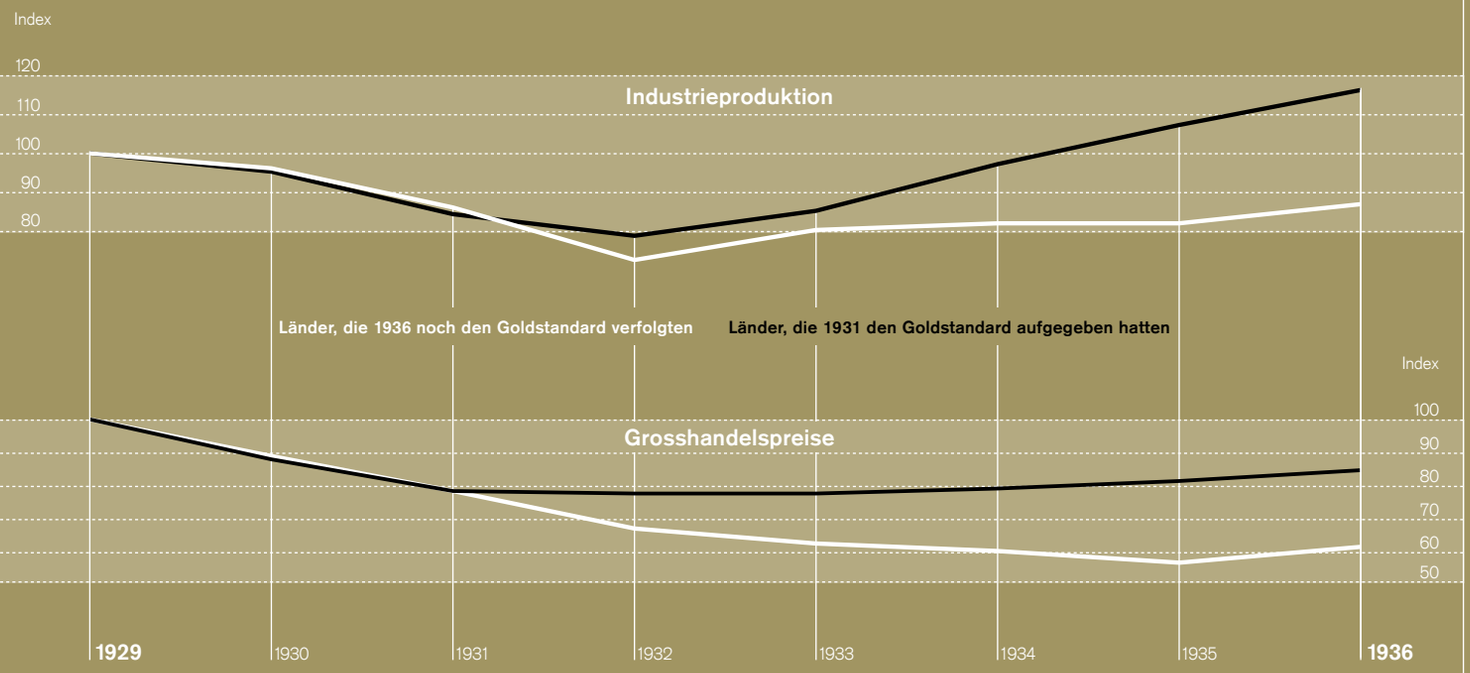
Im Gegensatz zu früheren Zeiten wurde Preisstabilität nicht erreicht, indem gemeinsam ein einheitliches Währungsregime wie der Goldstandard verfolgt wurde oder indem internationale Verträge eingehalten wurden. Stabilität ergab sich vielmehr dadurch, dass alle Zentralbanken unabhängig voneinander nach geldpolitischer Stabilität strebten und bestimmte politische Regeln beachteten. Der früheste Versuch, eine Basis für eine stabile Geldpolitik zu schaffen (in den späten Siebziger- und frühen Achtzigerjahren), konzentrierte sich auf die Geldmenge. In der zweiten, erfolgreicheren Phase ging eine zunehmende Anzahl von Ländern zur Verfolgung expliziter oder impliziter Inflationsziele über. Dass die Zentralbanken für diese Regeln stimmten, ergab sich keineswegs nur dadurch, dass sie ihre technische Überlegenheit erkannten. Ebenso bedeutend waren die politischen Prozesse, die dazu führten, dass den Zentralbanken ausreichende Macht verliehen wurde, um geldpolitische Stabilität und niedrige Inflation anzustreben. Die neue Stabilitätspolitik ab Ende der Siebzigerjahre war eine Reaktion auf dramatische politische Krisen und Fehlschläge, in deren Folge die Effizienz und Legitimität von Regierungen untergraben wurde. Ein bedeutender Bestandteil der Vision von Margaret Thatcher und Ronald Reagan fusste auf der Einschätzung, dass die aus der geldpolitischen Instabilität entstehenden Unsicherheiten schlecht für die Gesellschaft seien und sogar die Demokratie gefährden könnten. In Deutschland hatte man dies bereits durch zwei Inflationsphasen nach den Weltkriegen lernen müssen.

Unabhängigkeit von Zentralbanken gefährdet

Die Finanzkrise stellt den Erhalt der Unabhängigkeit von Zentralbanken in Frage, hauptsächlich weil durch die alleinige Fokussierung auf Inflationsziele die Wahrung der Stabilität von Finanzmärkten und >

Warum nicht den Goldstandard wieder einführen?

Länder, die den Goldstandard während der Grossen Depression aufgaben, wiesen eine moderate Inflation auf und erlebten ein stärkeres Wachstum als Länder, die die Geldmenge während dieses Zeitraums einschränkten (1929 = 100).
Hinweis: Die Indizes basieren auf der durchschnittlichen prozentualen Veränderung der Gruppe.



Eine übermässige Liquidität, die meist auf die lockere Politik führender Zentralbanken zurückzuführen war, spielte für die Entstehung der Anlagenpreisblase des letzten Jahrzehnts und der folgenden Finanzkrise vermutlich eine grosse Rolle. Daher werden Forderungen nach einem geldpolitischen System lauter, das weniger zu einer solchen Instabilität neigt.

Warum also nicht erneut den Goldstandard einführen, um eine stärkere Disziplin zu erzwingen?

Im Rahmen des Goldstandards legt die Zentralbank den Wechselkurs fest, zu dem ihre Währung in Gold getauscht werden kann. Wenn eine Zentralbank den in Umlauf befindlichen Betrag der Währung erhöht, gibt ihr (in Gold gemessener) Wert nach und der Goldpreis steigt. Die Zentralbank müsste zurückrudern, Gold am Markt verkaufen und die Liquidität teilweise wieder abschöpfen. Der Goldstandard (oder im heutigen Jargon: eine strikte Ausrichtung auf ein Anlagenpreisziel) erfordert ein diszipliniertes Vorgehen der Zentralbanken. Er hindert sie daran, zu viel Geld zu drucken und so eine Inflation auszulösen.

Nicht zufällig entstand der Goldstandard im 19. Jahrhundert, als ein Land (Grossbritannien) die Weltwirtschaft dominierte. Den Goldstandard zu verfolgen, galt als solide Konjunkturlenkung und sicherte den Zugriff auf die internationalen Kapitalmärkte. In den 50 Jahren vor dem Ersten Weltkrieg funktionierte das gut. Der globale Handel boomte und die Inflation war im Vergleich zum 20. Jahrhundert meist niedrig.

Nach Kriegsbeginn wurde der Umtausch in Gold ausgesetzt, da die Zentralbanken den Krieg finanzieren mussten. Einige Länder kehrten in den Zwanzigerjahren zum Goldstandard zurück, erlagen aber der grössten Schwäche des Systems: Ein Begrenzen der Geldmenge beschränkte die Wirtschaftsaktivität und trug zur Deflation bei. Die Grosse Depression versetzte dem Goldstandard den Todesstoss, da ihn führende Länder, auch Grossbritannien, aufgaben und eine Abwertung ihrer Währungen zuliessen. Dies belebte die Konjunktur und sie erholten sich schneller im Vergleich zu den Ländern mit Goldparität.

Ein strenger Goldstandard funktioniert in «guten» Zeiten tadellos, verstärkt aber in einer Krise die wirtschaftlichen Probleme. In solchen Zeiten braucht es eine flexiblere Geldpolitik. Der Goldstandard setzt auch voraus, dass Länder ihre nationale geldpolitische Autonomie aufgeben: In der heutigen multipolaren Welt ist dies unwahrscheinlich.

Antonios Koutsoukis

Quelle: B. Bernanke, H. James, Credit Suisse

der Wirtschaft insgesamt vernachlässigt worden war. 2003 sagte der damalige US-Notenbankvorsitzende Ben Bernanke in einer Rede, dass viele Amerikaner Inflationsziele als «fremd, undurchschaubar und möglicherweise etwas subversiv» betrachteten. Dieses Gefühl ist mittlerweile noch stärker. Viele Europäer versuchten in den letzten Jahren zu argumentieren, dass die Geldpolitik auch die Entwicklung von Anlagenpreisen berücksichtigen sollte und nicht nur die Stabilität der Konsumentenpreise. Amerikanische Entscheidungsträger und Wissenschaftler lehnten diesen Ansatz überwiegend ab. Hinsichtlich dieses Themas herrscht weiter Uneinigkeit. Die mit einer einfachen geldpolitischen Regel verbundene Glaubwürdigkeit ist jedoch verschwunden. Aus technischer Sicht wird die Festlegung der Geldpolitik deshalb nun komplizierter.

Doch die technischen Probleme könnten weniger bedeutend sein als die politischen. Das Ausmass der Finanzkrise und die daraufhin folgende schwere Rezession (insbesondere in den Vereinigten Staaten) werden die Geldpolitik stärker politisieren. Die schwierige Lage der Staatshaushalte wird den politischen Druck auf die Zentralbanken noch erhöhen. Falls diese eine höhere Inflation tolerieren, wird es leichter fallen, die Staatsschulden abzutragen. Das Verlangen nach einer umfangreicheren politischen Diskussion um die Geldpolitik und einer politischen Einbindung bei ihrer Festlegung wird wohl intensiver werden.

Der geldpolitische Ausschuss (MPC) der Bank of England präsentierte sich oft als Pionier in der Gestaltung einer transparenten und regelgebundenen Geldpolitik. Die Veröffentlichung der Protokolle mit der Angabe, welche Ausschussmitglieder für und welche gegen Zinserhöhungen gestimmt hatten, sorgte jedoch dafür, dass schon bald öffentlich bekannt war, welche Mitglieder mehr und welche weniger restriktiv eingestellt waren. Wenn es aber klar ist, wer für welche Massnahme stimmt, wird die öffentliche Debatte hinsichtlich der Auswahl der Mitglieder zunehmen. Warum sollte der geldpolitische Ausschuss nicht gewählt werden, da er letztlich eine Art geldpolitische Regierung darstellt? In Kontinentaleuropa kam es zu einer ähnlichen Debatte über die Verantwortlichkeit europäischer Zentralbanken, sogar schon lange bevor die Europäische Zentralbank gegründet wurde. Spannungen zwischen den unterschiedlichen politischen Lagern werden die Forderung nach einer grösseren politischen Mitbestimmung verstärken.

In den Vereinigten Staaten erweiterte die US-Notenbank (Fed) ihre Bilanz und kaufte als Reaktion auf die Finanzkrise eine breite Auswahl neuer Vermögenswerte. Sie argumentierte auch, dass sie stärker für die Überwachung von Banken und die Regulierung verantwortlich sein sollte. Die umfassender ausgelegten Befugnisse der Fed verursachten eine breite Gegenreaktion. Kritiker beider Parteien beschwerten sich, dass die Bankenunterstützung keine höheren Kredite für die Gesamtwirtschaft zur Folge hatte. In der Kritik an der US-Notenbank klingen jedoch auch stark nationalistische Töne an. Gegner konzentrierten sich vor allem auf die Rolle der Fed im Rahmen der internationalen Reaktion auf die Krise und insbesondere auf Swap-Vereinbarungen mit anderen Zentralbanken, von denen ausländische Banken profitierten. In den Vereinigten Staaten und ebenso in Europa gibt es eine Tendenz, das Finanzwesen mehr aus dem inländischen Blickwinkel zu betrachten und die Kreditvergabe zu kontrollieren.

Die Politisierung der Zentralbankfunktion erinnert in gewissem Mass an die Zeit nach dem Ersten Weltkrieg. In den Dreissigerjahren war es unmöglich, unter verschiedenen Ländern eine Übereinkunft hinsichtlich der Wirtschaftspolitik und beidseits geltender politischer Rahmenbedingungen zu erzielen. Auch damals kamen die Zentral- >

Foto: Thomas Eugster

Harold James ist Professor für Geschichte und Internationale Beziehungen an der Princeton University und Marie-Curie-Professor am European University Institute. Er ist Inhaber eines Ph.D. der Cambridge University, Grossbritannien. Zu seinen jüngsten Veröffentlichungen zählen «Family Capitalism» und «The End of Globalization: Lessons from the Great Depression». 2004 erhielt er den Helmut-Schmidt-Preis für Wirtschaftsgeschichte und 2005 den Ludwig-Erhard-Preis für Wirtschaftspublizistik.

Foto: Bettmann/CORBIS Specter

Die Konferenz von Bretton Woods

Diese in New Hampshire, USA, im Juli 1944 unterzeichnete Vereinbarung schuf die Grundlage der internationalen wirtschaftlichen Zusammenarbeit nach dem Zweiten Weltkrieg. Sie legte für bedeutende Währungen feste Wechselkurse im Verhältnis zum Gold fest und bestand mit Änderungen bis 1971 fort. Das Abkommen führte auch zur Gründung des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbank.

banken stark unter Druck, als ihre geldpolitischen Rahmenvorgaben (damals der Goldstandard) scheiterten. Die Verstaatlichung der Zentralbank war daher für die britische und französische Linke ein bedeutender Programmpunkt. Die Forderung einer politischen Steuerung des Bankwesens ergab sich aus dem allgemeinen Empfinden, dass die Marktwirtschaft versagt hatte und dass eine kollektive, durch den Staat organisierte Wirtschaftslenkung wesentlich effizientere und gerechtere Ergebnisse mit sich brächte. Die Geldpolitik würde dieser politischen Wirtschaftslenkung schlichtweg untergeordnet sein.

Weltpolitik spricht gegen erneute internationale Vereinbarungen

Die Angst vor einem geldpolitischen Chaos ist der Hauptgrund dafür, warum zahlreiche Spitzenpolitiker, wie jüngst der französische Präsident Sarkozy, den Übergang zu einer neuen internationalen Geldpolitik fordern. Ins gleiche Horn stiessen chinesische Politiker, welche die Einführung eines neuen globalen Währungsstandards verlangten. Paul Volcker, der in der Regierung von Präsident Obama zum führenden Impulsgeber für die Bankenreform wurde, kritisierte auch einige Konsequenzen des Systems flexibler Währungskurse. In der Praxis schwinden die Chancen auf eine internationale Vereinbarung jedoch. Im April 2009 fanden die Vertreter der G-20-Länder in London erstaunlich rasch zu einer wirksamen und koordinierten Reaktion auf den bevorstehenden finanziellen Zusammenbruch. Als sich diese Gruppe jedoch im September erneut in Pittsburgh traf, war der grosse Druck geschwunden, eine internationale Antwort zu formulieren. Es wurde vielmehr zunehmend klar, dass die Regierungen das Problem stärker aus nationaler Sicht angehen würden.

Nur in sehr seltenen Fällen bildeten internationale Vereinbarungen die Basis für stabile geldpolitische Bedingungen. 1933 kommentierte Keynes nach dem Abbruch der Weltwirtschaftskonferenz in London, dass man nie erwarten sollte, dass «eine Zusammenkunft aus 66 Nationen» jemals einen Entschluss treffen werde. Ein durchführbarer Plan könne nur auf das Drängen «einer Macht oder einer Gruppe gleichgesinnter Mächte» realisiert werden. In der Neuzeit gibt es nur ein erfolgreiches Beispiel einer solchen Vereinbarung, die Konferenz von Bretton Woods im Jahr 1944. Damals wurde der Kurs des US-Dollars an den Goldpreis gebunden und die Parität anderer Währungen zum US-Dollar festgelegt. Recht schnell stellte sich jedoch heraus, dass die festen Wechselkurse unrealistisch waren und dass bedeutende Kurskorrekturen sowie Devisenkontrollen nötig waren.

Andere auf Währungen bezogene Konferenzen scheiterten kläglich. Der damalige US-Präsident Richard Nixon pries den Smithsonian-Vertrag von 1971 als «die bedeutendste Währungsvereinbarung in der Geschichte der ganzen Welt». Doch schon bald war der Vertrag gescheitert und die Welt ging zu allgemein variablen Kursen über. Auf der Louvre-Konferenz des Jahres 1987 konnte man sich nicht einmal auf die vereinbarten Schlussfolgerungen einigen. Einige Teilnehmer waren der Meinung, dass sie sich auf eine gewisse Fixierung von Währungskursen über vorgegebene Zielbereiche verständigt hätten. Die mächtige deutsche Bundesbank stimmte dieser Auslegung jedoch nie zu.

Die Geschichte legt nahe, dass einer internationalen Aushandlung von Devisenkursen und einem neuen Ansatz hinsichtlich der Devisenreserven wahrscheinlich kein Erfolg beschieden sein wird. Der Goldstandard entwickelte sich aus der Nachahmung einer bewährten Vorgehensweise Grossbritanniens und der Bank of England (als deren geldpolitischer Beauftragter). Die neue geldpolitische Denkweise des späten 20. Jahrhunderts ahmte die Stabilitätskultur Deutschlands und der Schweiz nach. Die besten und stabilsten Systeme entwickelten sich aus einem gemeinsamen Lernen aus guten Beispielen und nicht aus Verhandlungen über unterschiedliche Ansätze. Bretton Woods wurde 1944 im Rahmen der ausserordentlichen Umstände des Zweiten Weltkriegs und der unangefochtenen Vorrangstellung der Vereinigten Staaten verhandelt.

Von der Mässigung ins Chaos?

Wie bereits in den Dreissigerjahren halten Länder nach nationalen Lösungen für ihre finanziellen und wirtschaftlichen Probleme Ausschau. Unterschiedliche Kräfte werden zu verschiedenen politischen Vorlieben führen und dies wiederum wird eine internationale Vereinbarung einer gemeinsamen erfolgreichen Geldpolitik immer weniger attraktiv erscheinen lassen. Daher wird in einigen Ländern wahrscheinlich nicht nur die Inflation steigen, sondern die Inflationsraten einzelner Länder werden auch auseinanderdriften. Hierdurch sollten die Wechselkurse wesentlich volatiler werden als während der Stabilisierungsphase. Solange es keine Wechselkursvereinbarung gibt (was unwahrscheinlich ist), dürften Forderungen nach handelspolitischen Schutzmassnahmen für den Ausgleich der Währungsschwankungen laut werden. Auch diese Entwicklung lässt sich direkt aus den Geschichtsbüchern und der Entwicklung der Nachkriegszeit ableiten. ■

Hören Sie diesen Artikel:
www.credit-suisse.com/globalinvestor

Überhöhte Anlagepreise richtig einschätzen

Die Psychologie der Anleger, ihre Gier oder Angst, ist ein Hauptgrund für schwankende Asset-Preise. Gefährlicher ist eine Inflation der Vermögenswerte, die aus einer zu expansiven Geldpolitik resultiert, deutet sie doch auf ein breiteres Inflationsrisiko für die Wirtschaft hin. Wird sie zusätzlich von hoher Verschuldung im Finanzsystem begleitet, nehmen die Risiken aufgrund von Hebelwirkungen überproportional zu. Politische Entscheidungsträger und Banker müssen sich darauf verständigen, wie diese Gefahren eingedämmt werden können.

Oliver Adler, Head of Global Economics and Real Estate Research for Credit Suisse Private Banking and Asset Management

Hören Sie diesen Artikel:
www.credit-suisse.com/globalinvestor

Als die Technologieaktien in die Höhe schnellten, warnte der damalige Vorsitzende der US-Notenbank Federal Reserve (Fed), Alan Greenspan, im Dezember 1996 in einer berühmten Rede vor einem irrationalen Überschwang («irrational exuberance») der Anleger. Dieser Kommentar rüttelte die Märkte vorübergehend auf. Sie befürchteten, dass Greenspan in Kürze durch eine Zinsanhebung die Party beenden würde. Doch als sich die Rally 1997 und 1998 beschleunigte, zeigte sich selbst Greenspan beeindruckt von der «New Economy» und der aussergewöhnlichen Produktivitätssteigerung, die diese scheinbar möglich machte. Offenbar glaubte er, dass die New Economy Aktienbewertungen zuliess, die deutlich über jenem Niveau lagen, das zuvor als «normal» gegolten hatte.

Die Macht der Marktpsychologie

Dieses Beispiel soll nicht die Kompetenz von Alan Greenspan infrage stellen, sondern veranschaulichen, dass selbst Experten der Psychologie der Märkte erliegen können. Rückblickend liegt es auf der Hand, dass ein Nasdaq-Niveau von 5000 nicht nachhaltiger Natur sein konnte. Es wirkt ebenso irrational wie die Tatsache, dass der Verkaufspreis für einen Quadratmeter Land im Einkaufsdistrikt Ginza von Tokio 1989 bei einer Million US-Dollar lag und der Handelswert von Tulpen auf dem Höhepunkt der holländischen Tulpenmanie 1637 das Zehnfache des Jahreseinkommens eines qualifizierten Handwerkers überstieg. Im Gegensatz dazu ist es bereits heute schwer nachvollziehbar, dass viele Anleger im März 2009 befürchteten, an den Aktienmärkten seien die Bewertungen noch immer stark überzogen.

Der Finanztheorie zufolge sind Asset-Blasen (oder das gegenteilige Phänomen) relativ leicht zu identifizieren: Sie treten immer dann auf, wenn sich der Preis einer Anlage ungewöhnlich weit von ihrem fairen Wert entfernt. Allerdings herrscht eine gewisse Unsicherheit darüber, wie der faire Wert einer Anlage zu bemessen ist. Der faire Wert einer Aktie basiert auf den Schätzungen zu den künftigen Ertragsströmen des Unternehmens und dem Zinssatz, zu welchem diese abdiskontiert werden. Bei Anlagen, die im engeren Sinn keine Erträge erwirtschaften, etwa Rohstoffen, ist es noch schwieriger, den fairen Wert zu ermitteln.

Der Hauptgrund dafür, dass extreme Bewertungen nicht erkannt werden, liegt jedoch nicht in der Unsicherheit über die angemessene Bewertung, sondern in der Psychologie: Anhaltende Kurssteigerungen können Anleger so sehr berauschen, dass ihnen entgeht, wenn Bewertungen in übertriebene Höhen klettern. Umgekehrt ist nach einem Crash ihre Angst vor riskanteren Anlagen so gross, dass ihnen Unterbewertungen und Aufwertungspotenzial nicht auffallen.

Reale Auslöser aufgeblähter Asset-Preise

Während die Marktpsychologie ein wichtiger Treiber für unverhältnismässige Kurssteigerungen respektive -zusammenbrüche ist, handelt es sich beim ursprünglichen Auslöser sehr oft um realwirtschaftliche Veränderungen. Internet und moderne Telekommunikation sind

Alan Greenspan, ehemaliger Vorsitzender der Federal Reserve

«Woran können wir erkennen, dass die Asset-Preise durch irrationalen Überschwang übermässig in die Höhe getrieben wurden, sodass sie für unerwartete, ausgedehnte Kontraktionen anfällig sind, wie dies in Japan im letzten Jahrzehnt geschah?»

Adam S. Posen, Senior Fellow am Peterson Institute, Mitglied des geldpolitischen Ausschusses der Bank of England

«Es gibt kein sicheres Platzenlassen einer Asset-Blase – zumindest nicht mit dem groben Instrument der Geldpolitik.»

Fotos: Chris Rank/CORBIS | Stefan Boness/Ipon | Louie Psihoyos/Science Faction/CORBIS

bedeutende Innovationen, die Produktivität, Wirtschaftswachstum und Gewinne sicherlich eine ganze Weile in die Höhe treiben werden. Frühere Beispiele für solche Faktoren sind die Entwicklung des Verbrennungsmotors Ende des 19. Jahrhunderts und die Verbesserung der Flugzeugmotoren in den 1950er-Jahren. Im letzten Jahrzehnt wurde das Wirtschaftswachstum überdies durch die zunehmende Globalisierung unterstützt. Daher war es nicht völlig irrational, dass die Anleger auf diese Trends reagiert und die Aktienkurse nach oben getrieben haben. Die Psychologie bewirkte allerdings, dass die Märkte auf ungerechtfertigte Extremwerte stiegen. Die Fehleinschätzung der Auswirkungen solcher Veränderungen auf Wachstum und Gewinne sowie die damit verbundenen Blasen stellen indes kein gravierendes Risiko für die Wirtschaft dar. Wenn die Marktteilnehmer wieder zu einer realistischen Einschätzung gelangen, korrigiert sich der Markt und kehrt auf ein angemessenes Niveau zurück.

Die Rolle der Geldpolitik

Gefährlichere Spielarten der Asset-Preis-Inflation können durch wirtschaftspolitische Fehlentscheidungen hervorgerufen werden. Wenn die Zentralbanken die Zinsen für einen ausgedehnten Zeitraum auf extrem niedrigen Niveaus halten, werden die Anleger ermutigt, sich verstärkt auf riskantere Anlagen wie Aktien, entsprechende Anleihen oder Rohstoffe zu konzentrieren und weniger riskante Anlagen zu vernachlässigen. Eine lockere Geldpolitik treibt letztlich auch die Inflation bei Gütern und Dienstleistungen hoch. Daher kann eine Aufwertung der Vermögenswerte als Warnung vor einer künftigen Inflation verstanden werden. Manifestiert sich die Inflation schliesslich, straffen die Notenbanken in der Regel ihre Politik, was eine massive Marktkorrektur oder sogar ein Abgleiten der Volkswirtschaften von einem Boom in eine Rezession zur Folge haben kann.

Ob eine übertrieben expansive Geldpolitik für die Immobilienmarktblase verantwortlich war, die Ende 2007 die Finanzkrise einleitete, ist nach wie vor umstritten. Der aktuelle Fed-Vorsitzende Ben Bernanke legte jüngst in einer Rede dar, dass die Geldpolitik seiner Einschätzung nach keine massgebliche Schuld trage, sondern dass die extrem lockeren Standards bei der Kreditvergabe und die unzureichende Bankenaufsicht eine stärkere Rolle gespielt hätten. Er sieht indes in den starken Kapitalflüssen aus dem Ausland einen der Haupttreiber für den Immobilienboom in den USA und anderen Teilen der Welt.

Ben Bernanke, Vorsitzender der Federal Reserve

«Die Notenbanken sollten Preis- und Finanzmarktstabilität als sich ergänzende Ziele betrachten, die miteinander in Wechselwirkung stehen.»

Ungeachtet der Gründe für das Entstehen der Immobilienblase erlebten wir nach ihrem Platzen einen besonders schweren Zusammenbruch, weil die extreme Rally über Schulden finanziert worden war. Im letzten Jahrzehnt konnten die Haushalte genauso wie Ende der 1920er-Jahre umfangreiche Hypotheken auf ihre Häuser aufnehmen. Gleichzeitig investierten die Finanzinstitutionen hohe Beträge in Anlagen mit Immobilienbezug, insbesondere hypothekenbezogene Anleihen und Derivate, ohne für diese Investitionen genügend Kapital zu unterlegen. Als die Immobilienpreise wieder sanken, setzte ein dramatischer Entschuldungsprozess ein, der das Finanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs führte und die Wirtschaft in den USA und im Rest der Welt in eine tiefe Rezession stürzte.

Dagegen war das Platzen der Dotcom-Blase für weite Teile der Wirtschaft weniger belastend, da die Dotcom-Unternehmen wie auch die Institutionen und Individuen, die in sie investiert hatten, eine viel geringere Fremdverschuldung aufwiesen. Ausserdem wurde der Boom damals überwiegend über Aktienanlagen finanziert, mit denen viel leichter gehandelt werden konnte als mit Immobilienanlagen und entsprechenden Derivaten, die während des Marktabschwungs sehr schnell illiquid wurden.

Was ist also zu tun?

Wir haben weltweit Notenbanker befragt, ob ihnen eine mögliche Inflation der Vermögenswerte Sorgen bereite und wie man ihr entgegentreten könnte. Sie können die Antworten auf den nächsten Seiten nachlesen. Vor der Krise waren die politischen Entscheidungsträger aus den USA und Grossbritannien insgesamt der Auffassung, dass, obwohl Asset-Blasen auf breitere Inflationsrisiken hindeuten können, der Schwerpunkt auf die Kontrolle der Verbraucherpreisinflation gelegt werden sollte. Dadurch würde als Nebeneffekt auch die Inflation der Vermögenswerte gebremst. Zudem warnten sie, dass direkte Massnahmen gegen aufgeblähte Asset-Preise zu riskant wären, da die Instrumente der Notenbanken zu «grob» seien. Demnach könnten, um die Inflation abzubremsen, derart starke Zinserhöhungen erforderlich sein, dass die Wirtschaft dadurch weit mehr belastet würde als durch eine mögliche Blase.

Angesichts der Schäden durch die Finanzkrise haben die Entscheidungsträger zumindest teilweise ihre Ansichten geändert. Die befragten Notenbanker sind sich darüber einig, dass die Risiken einer Asset-Preis-Inflation stärker beachtet werden müssen. Ausserdem stimmen sie darin überein, dass eine überzogene Fremdverschuldung vermieden werden sollte und grössere Vorsicht geboten ist. Wir möchten hinzufügen, dass die Förderung von liquiden sowie transparenten Märkten und Finanzinstrumenten – anstatt deren Repression, welche die Illiquidität erhöhen würde – ebenfalls zu einer Verringerung der Risiken beitragen dürfte. Allerdings bestehen nach wie vor erhebliche Unsicherheiten in Bezug auf die Frage, wie diese Ziele erreicht werden können. Die Notenbanker, Regulatoren und die Finanzindustrie müssen einen Konsens finden, wie die Risiken in Zukunft limitiert werden können. ■

Blasen und Zusammenbrüche bei den Aktienpreisen

Der renommierte Ökonom Robert Shiller entwickelte eine einfache Bewertungskennzahl für Aktien, basierend auf dem Verhältnis von Aktienkursen (S&P 500 Index) und durchschnittlichen Unternehmensgewinnen der letzten zehn Jahre. Die Abbildung zeigt, dass die Aktienmärkte im März 2009 auf relativ günstigen Niveaus lagen und seither wieder in leicht teure Bereiche gestiegen sind. Andere Bewertungskennzahlen fallen jedoch weiterhin günstiger aus.

Quelle: Robert Shiller, Credit Suisse

Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis

Mit dem Begriff «Grosse Mässigung» bezeichnen Ökonomen die nach den 1970er-Jahren einsetzende Phase nachlassender wirtschaftlicher Volatilität und tiefer Inflation. Die Frage ist, ob die aggressiven wirtschaftspolitischen Massnahmen zur Bekämpfung der Finanzkrise und der Rezession diese Ära beenden. Werden wir nun Zeugen steigender Inflation und erneuter Instabilität an den Finanzmärkten oder können die Notenbanker den globalen «Konjunkturtanker» auf Kurs halten?

Stabilität aus Sicht der Zentralbanker

Die Notenbanken wachten in den vergangenen Jahrzehnten über die Preisstabilität. Nun, da sich der Staub nach den beispiellosen wirtschaftlichen Turbulenzen und aussergewöhnlichen wirtschaftspolitischen Reaktionen weltweit legt, haben wir fünf amtierende und ehemalige Notenbanker gebeten, einen Blick in die Zukunft zu werfen. Unsere virtuelle Gesprächsrunde beginnt mit einer Rekapitulation der relativen Ruhe vor der Finanzkrise, um danach das Spektrum der Herausforderungen zu diskutieren, mit denen sich die politischen Entscheidungsträger konfrontiert sehen.

Thomas Herrmann, Senior Economist, Credit Suisse Private Banking

Einige Ökonomen beschreiben die seit den 1970er-Jahren vorherrschende Phase weltweit nachlassender Inflation und weniger volatilen Wachstums als «Grosse Mässigung». Für ein vertieftes Verständnis der heutigen Verhältnisse wäre es hilfreich, wenn Sie uns die Ursachen dieses willkommenen Trends erläutern könnten.

Thomas J. Jordan: Die Gründe für diese Grosse Mässigung sind nicht vollumfänglich klar. Eine bessere Geldpolitik sowie strukturelle Veränderungen, zum Beispiel die Integration aufstrebender Volkswirtschaften, trugen aber sicher zur niedrigen Inflation bei. Gleichzeitig führte das solide Wachstum in den Schwellenländern zu einer stetigen Exportnachfrage nach Investitionsgütern in den westlichen Volkswirtschaften, was eine Verringerung der globalen Wachstumsschwankungen bewirkte. Zudem fielen die Angebotsschocks zwischen Mitte der 1980er-Jahre und der jüngsten Finanzkrise deutlich geringer aus als während der 1960er- bis Anfang der 1980er-Jahre. Also hat wohl auch eine Portion Glück zur Grossen Mässigung beigetragen.

Ivan Šramko: Die Schwellenländer verzeichneten vor der Krise ebenfalls einen Trend zu niedrigerer Inflation. Eine wichtige Rolle spielte in diesem Kontext der erhöhte Wettbewerbsdruck, der sich aus dem Übergang zu einer freien Marktwirtschaft inklusive Deregulierung und Liberalisierung ergab. Ich bin ausserdem der Ansicht, dass die verstärkte Konzentration der Geldpolitik in den Schwellenmärkten und der übrigen Welt auf eine Kontrolle der Inflation entscheidend zu dieser Entwicklung beitrug.

Hartadi A. Sarwono: Ich schliesse mich dem an. Entscheidend war zudem, dass die Währungshüter die Bevölkerung davon überzeugen konnten, dass sie die Inflation tief halten werden. Dies reduzierte den Aufwärtsdruck auf die Preise.

Randall S. Kroszner: Ich möchte anfügen, dass auch die Politik in dieser Phase stabil und voraussehbar war. Dies ist heute nicht mehr im selben Ausmass der Fall. Die Beispiele Griechenland und Dubai zeigen, dass insbesondere fiskalpolitische Probleme zu Instabilität führen können.

Wer ist für die im letzten Jahrzehnt zu beobachtenden enormen Schwankungen an den Finanzmärkten verantwortlich? Waren der Boom und der darauf folgende Kollaps eine Folge der lockeren Zinspolitik der Zentralbanken, oder waren eine zu

Im Laufe der vergangenen Jahrzehnte konzentrierten sich die Zentralbanken immer stärker darauf, die Konsumentenpreise stabil zu halten, da dies als Voraussetzung für eine umfassendere makroökonomische Stabilität angesehen wurde. Nach der Meinung unserer Diskussionsteilnehmer werden in Zukunft jedoch andere geldpolitische Instrumente und Ziele nötig sein, um die Stabilität des Finanzsystems und der Gesamtwirtschaft sicherzustellen.

lose Regulierung und falsche Anreize im Finanzsektor ausschlaggebend?

Thomas J. Jordan: Paradoxerweise trug die Grosse Mässigung gewissermassen selber die Saat zu mehr Volatilität in sich. Sie förderte nämlich unweigerlich den Risikoappetit: Die Volatilität war ja gering und die tiefen Risikoprämien senkten letztlich die Finanzierungskosten. Die Verschuldung nahm zu und begünstigte Fehlinvestitionen. Beides ist mit ein Grund für den Ausbruch der Finanzkrise und den Wiederanstieg der makroökonomischen Volatilität in den letzten zwei Jahren. Tiefe Zinsen führen jedoch nicht unbedingt zu Instabilität und einer Blasenbildung bei den Vermögenspreisen. So war das Zinsniveau in den Jahren vor der Krise in den meisten entwickelten Ländern sehr tief, eine Blase der Immobilienpreise war aber nur in einigen Märkten festzustellen. Ein entscheidender Faktor für diese Krise war die Unfähigkeit staatlicher und aufsichtsrechtlicher Instanzen, den Risikoappetit der grossen Finanzmarktakteure einzudämmen und die Risiken gewisser Finanzinstrumente zu erkennen.

Randall S. Kroszner: Es gibt eine Vielzahl auslösender Faktoren. Man glaubte allgemein, dass die Politik allmächtig sei. Das ist sie aber nicht, jedenfalls nicht in Hinblick auf gesamtwirtschaftliche Schwankungen. Diverse Märkte schienen das Risiko zu tief zu bewerten, und viele schienen während der Krise nicht gut zu funktionieren. Ich glaube, der Privatsektor und die Regierungen werden aus den jüngsten Entwicklungen zahlreiche Lehren ziehen, was aber ein längerer Prozess sein wird.

Ivan Šramko: Eine einzelne Ursache für die jüngste Krise lässt sich kaum identifizieren. Die Geldpolitik und eine ungenügende Regulierung leisteten ihren Beitrag. Es wäre aber falsch, die gesamte Schuld auf die staatlichen Instanzen und die Aufsichtsbehörden zu schieben. Ebenso in der Verantwortung steht der Finanzsektor, der die Konsequenzen der geschulterten Risiken nicht richtig einzuschätzen vermochte.

Gehen wir nun, nach der Krise, wieder auf eine Phase höherer Inflation zu?

Martín Redrado: Meines Erachtens sind die kurzfristigen Inflationsrisiken beschränkt. Infolge des monetären Überhangs besteht jedoch mittelfristig ein klares Risiko für einen Anstieg der globalen Inflation. Dieser könnte eher früher als später einsetzen. Wenn die Erholung über Erwarten stark ausfällt und die Zentralbanken die überschüssige Liquidität nicht abzuschöpfen vermögen, wird das Inflationsrisiko zunehmen. Eine schwächere Nachfrage nach den derzeit wichtigsten Währungen würde das Risiko eines künftigen globalen Inflationsschubs ebenfalls verschärfen.

Hartadi A. Sarwono: Andererseits könnte eine nachlassende Nachfrage nach diesen Währungen in den Schwellenländern eine Zunahme der Kapitalzuflüsse und eine Wechselkursaufwertung bewirken, was den Inflationsdruck mindern könnte. Diverse westliche Zentralbanken werden ihre drastischen Krisenbewältigungsmassnahmen wohl kontinuierlich zurückfahren, sodass die Inflation unter Kontrolle bleiben sollte.

Ivan Šramko: Ich bin auch der Meinung, dass die während der Krise getroffenen fiskalischen und geldpolitischen Sondermassnahmen substanzielle Risiken und Unsicherheiten mit sich bringen. Die geldpolitischen Massnahmen dürften jedoch schrittweise rückgängig gemacht werden. Viele fiskalische Massnahmen waren nur vorübergehender Natur und sollten daher meines Erachtens keinen substanziellen Inflationsdruck bewirken. Ein günstiger Ausgang hängt aber auch davon ab, ob die geld- und fiskalpolitischen Instanzen ihre Glaubwürdigkeit wahren können. Die Europäische Zentralbank (EZB) setzt alles daran, in diesen unsicheren Zeiten ein solider und verlässlicher Hort der Stabilität und des Vertrauens zu sein.

Markant steigende Vermögenspreise – Stichwort: Spekulationsblasen – sind für Anleger und Politiker ein grosses Thema. Sollten sich die Notenbanken auf traditionelle Ziele wie die Konsumentenpreisinflation konzentrieren oder aktiv gegen eine übermässige Inflation der Vermögenswerte vorgehen?

Hartadi A. Sarwono: Wir sind unverändert überzeugt, dass eine niedrige Inflation eine Voraussetzung für qualitativ gutes, nachhaltiges Wachstum ist. Eine tiefe Inflation ist nicht nur für die Erhaltung der

Ivan Šramko trat sein Amt als ständiger Vertreter der Slowakischen Republik bei der OECD am 1. Februar 2010 an. Von 2002 bis 2004 war er stellvertretender Gouverneur der Slowakischen Notenbank (NBS). Von 2005 bis zu seiner Ernennung als Vertreter bei der OECD war er unter anderem NBS-Gouverneur, EZB-Ratsmitglied und Gouverneur des Internationalen Währungsfonds.

Martín Redrado ist ein argentinischer Ökonom. Er war von September 2004 bis Januar 2010 Präsident der Zentralbank Argentiniens. Zuvor hatte er verschiedenste Ämter inne und war unter anderem Präsident der Börsenaufsicht (Comisión Nacional de Valores), für technische Bildung verantwortlicher Staatssekretär im Bildungsministerium sowie Minister für Handel und internationale als auch wirtschaftliche Beziehungen.

Hartadi A. Sarwono wurde 2003 und abermals 2008 mittels präsidialen Dekrets zum stellvertretenden Gouverneur der Bank Indonesia ernannt. Nachdem er 1980 zur Bank Indonesia stiess, amtete er von 1990 bis 1997 als stellvertretender Direktor des Direktoriums für Wirtschaftsforschung und Geldpolitik, an dessen Spitze er 2000 berufen wurde. 2003 wurde er Leiter der Vertretung der Bank Indonesia in Tokio. Er hat einen Doktortitel in Monetary Theory and Policy der University of Oregon, USA.

Randall S. Kroszner ist Professor für Wirtschaftswissenschaften an der University of Chicago. Von März 2006 bis Januar 2009 war er Gouverneur im Federal Reserve System und amtete als Vorsitzender der Ausschüsse für Supervision and Regulation of Banking Institutions sowie Consumer and Community Affairs. Er vertrat das Federal Reserve Board im Financial Stability Forum und in der Vereinigung lateinamerikanischer Notenbankgouverneure (CEMLA).

Thomas J. Jordan wurde im Januar 2010 in Zürich zum Vizepräsidenten des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank und zum Vorsteher des II. Departements (Systemstabilität und Überwachung, Finanzen, Bargeld, Sicherheit) ernannt. Er ist zudem seit November 2008 Vorsitzender des Direktoriums des SNB-Stabilisierungsfonds. Er promovierte 1993 an der Universität Bern zum Dr. rer. pol. und wurde 1998 zum Honorarprofessor ernannt.

allgemeinen Kaufkraft wichtig, sondern in dieser Phase der globalen wirtschaftlichen Integration auch für die Verbesserung der wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit. Indes hängen eine moderate Inflation und ein stabiles Finanzsystem miteinander zusammen.

Thomas J. Jordan: Effektiv wirkt sich die Geldpolitik der Zentralbanken auf die Vermögenspreise, das Kreditwachstum und die Verschuldung aus. Diese Auswirkungen können die Finanzstabilität beeinflussen, für die die Zentralbanken auch zuständig sind und die wiederum Rückkoppelungseffekte auf die Konsumentenpreise haben kann. Diese Zusammenhänge zeigen, dass die Geldpolitik ein Interesse an der Entwicklung der Vermögenspreise haben muss.

Randall S. Kroszner: Trotzdem sind die Entscheidungsträger mit dem Problem konfrontiert, dass Spekulationsblasen oder übermässige Preisschwankungen sowie zu tief bewertete Risiken während ihres Auftretens nur äusserst schwer zu identifizieren sind, selbst wenn sie im Nachhinein als offensichtlich erscheinen.

Thomas J. Jordan: Das ist sicher richtig. Es kann aber für uns nicht darum gehen, eine Feinsteuerung der Vermögenspreise anzustreben oder Ziele für den Anstieg von Vermögenspreisen zu formulieren. Dagegen sollten massive Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten verhindert werden. Bei der Schweizerischen Nationalbank berücksichtigen wir deshalb seit vielen Jahren Indikatoren wie die Geldmengen oder Kreditentwicklung für unsere geldpolitischen Entscheidungen.

Ivan Šramko: Die geldpolitische Strategie der EZB, die angemessen und wirksam scheint, trägt den breiteren finanziellen Bedingungen ebenfalls Rechnung. Sie überprüft regelmässig ein breites Spektrum an Preis- und Kostenindikatoren. Asset-Preise und Renditen von Finanzinstrumenten finden Eingang in diese Analyse, die Rückschlüsse auf die Inflationserwartungen an den Finanzmärkten erlaubt. Die Vermögenspreise tragen zusammen mit anderen wirtschaftlichen Variablen zu gesamtwirtschaftlichen Prognosen bei. Die EZB organisiert und evaluiert also Informationen zu möglichen Bedrohungen der Preisstabilität und gleicht diese miteinander ab. Dieser Ansatz scheint einen tauglichen geldpolitischen Rahmen zu bilden. Das Hauptziel dürfte aber die Preisstabilität bleiben.

Wie lässt sich Stabilität an den Finanzmärkten und im Finanzsektor erzielen?

Thomas J. Jordan: Übertriebene Vermögenspreise können die finanzielle Stabilität und letztlich auch die Preisstabilität beeinträchtigen. Deshalb müssen die Leitzinsen, welche die Zentralbanken als wichtigstes Instrument direkt beeinflussen können, möglicherweise durch ein «makroprudentielles» Instrumentarium ergänzt werden, das direkt auf Fehlentwicklungen im Finanzsystem angesetzt werden kann. Zentral ist aber, dass Überwachung und Regulierung des Finanzsektors mehr Gewicht bekommen, damit solche Marktverwerfungen künftig verhindert werden können.

Martín Redrado: Nach der Krise zeigt sich nun, dass wir eine umfassendere Sicht benötigen, die auch Finanzstabilität als wichtiges Ziel für jede Notenbank dieser Welt einschliesst. Allerdings ist es schwierig, Finanzstabilität zu definieren und zu messen. Hierfür gibt es keine einheitliche oder allgemein akzeptierte Definition. Ausserdem besteht erhebliche Uneinigkeit unter den relevanten Akteuren, was die operativen Instrumente zur Erreichung der Finanzstabilität sein könnten. Im Gegensatz dazu ist ein Preisstabilitätsziel einfacher zu definieren und zu kommunizieren. Und es ist auch hinsichtlich der Umsetzung weniger problematisch.

Randall S. Kroszner: Die Messung von Instabilität ist tatsächlich sehr schwierig. Ich denke, es besteht Einigkeit darüber, dass sich Aufsichtsbehörden und Notenbanker bei ihren Entscheidungen auf eine grössere Bandbreite von Informationen abstützen sollten. Eindeutig weniger einig ist man sich allerdings, ob dies mittels formeller Finanzstabilitätsindizes erreicht werden kann und die Zentralbanken überhaupt entsprechende Ziele ins Visier nehmen sollten.

Martín Redrado: In diesem Zusammenhang stellt sich ein weiteres Problem. Einmal abgesehen von den Schwierigkeiten bei der Definition von Instabilität verfügen weder die Industrie- noch die Schwellenländer über wirksame Instrumente zur Erreichung der Finanzstabilität. Das Fehlen eines entsprechenden Instrumentariums erklärt vielleicht teilweise die Unterbewertung der Risiken in letzter Zeit, die zu Kurzsichtigkeit in Bezug auf die längerfristigeren Konsequenzen eines Konjunkturabschwungs führte.

Ivan Šramko: Eine striktere Regulierung ist sicher notwendig, aber das Timing neuer Vorschriften ist entscheidend. Werden der Finanzbranche zu früh neue Regeln auferlegt, könnte dies die Bemühungen der Zentralbanken im Erholungsprozess schwächen. Wird dagegen zu spät

Standpunkte der Zentralbanker in Kürze

- **Die Inflation wird wegen der Überkapazitäten auf kurze Sicht tief bleiben, aber ihre mittel- bis langfristige Entwicklung ist höchst unsicher.**
- **Der Boom/Bust-Zyklus des letzten Jahrzehnts war sowohl durch übermässig lockere Geldpolitik als auch Fehlentwicklungen im Finanzsektor (unangemessene Regulierung und fragwürdige Anreizstrukturen) bedingt. Diese Risiken wurden noch nicht vollumfänglich ausgeräumt.**
- **Zur Erreichung von Stabilität sollte das Instrumentarium der Wirtschaftspolitik ergänzt werden. Auch die Inflation der Vermögenspreise sollte expliziter berücksichtigt werden. Allerdings gibt es keine genaue Definition der Finanzstabilität, und die Umgestaltung der Politik wird Zeit benötigen.**
- **In nächster Zukunft geht es vornehmlich darum, die Konjunkturmassnahmen zeitlich geschickt zurückzufahren, sodass die Inflation unter Kontrolle bleibt und die Erholung nicht gefährdet wird.**
- **Das Risiko, dass Notenbanken die Staatsdefizite über die Druckerpresse finanzieren werden, ist bei jenen Notenbanken, die sich schon vor der Krise einer hohen Unabhängigkeit erfreuten, gering. Sie werden ihre Unabhängigkeit beibehalten und der Bekämpfung der Inflation weiterhin höchste Priorität einräumen.**
- **Eine neue Geldordnung zeichnet sich nicht ab. Es herrschte unter unseren Gästen eine gewisse Uneinigkeit zur Frage, ob der US-Dollar die weltweit führende Reservewährung bleiben werde; einig war man sich dagegen, dass ein schneller Niedergang des US-Dollars unwahrscheinlich sei, zumal er sich verheerend auswirken würde.**

schärfer reguliert, lässt sich die nächste grosse Risikoanhäufung möglicherweise nicht verhindern, womit das Hauptziel verfehlt würde.

Randall S. Kroszner: Ich glaube zudem, dass Potenzial für eine regulatorische Überreaktion besteht. Fundamentale Änderungen sollten in Hinblick darauf vorgenommen werden, was für das Wirtschaftswachstum und die finanzielle Stabilität am besten ist und wie das Finanzsystem dieses Wachstum unterstützen kann.

Thomas J. Jordan: Letztlich hat die Regulierung zum Ziel, die Widerstandskraft des Bankensektors zu erhöhen und sein prozyklisches Verhalten einzudämmen. Dies trägt dazu bei, dass Kredite nachhaltig verfügbar sind. Die Schweiz hat beispielsweise Eigenmittelanforderungen eingeführt, die in guten Zeiten relativ strikt sind, es den Banken aber in schlechten Zeiten erlauben, ihre Kapitalpuffer aufzubrauchen. Die neuen Eigenmittelanforderungen müssen zudem frühestens per 2013 erfüllt werden. Damit wird gewährleistet, dass sie die Konjunkturerholung nicht im Keim ersticken.

Die Finanzkrise hat Rufe nach einer neuen, internationalen monetären Ordnung laut werden lassen. Sollten wir zu einem System fester Wechselkurse zurückkehren oder eine neue Weltwährung einführen? Wie würde sich eine solche Neuausrichtung auf die Dominanz des US-Dollars und die Stabilität im weiteren Sinn auswirken?

Thomas J. Jordan: Trotz gewisser Diskussionen über eine neue, globale Währung erkenne ich 40 Jahre nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods keinen politischen Willen, wieder zu einem System mit fixen Wechselkursen überzugehen. Grundsätzlich ist der Abbau von weltwirtschaftlichen Ungleichgewichten bei flexiblen Wechselkursen einfacher als bei festen. Staaten mit massiven Handelsbilanzüberschüssen oder -defiziten müssen allerdings auch ihre Konsum- und Sparquoten anpassen. Dafür braucht es mehr als nur Koordination zwischen den monetären Behörden.

Hartadi A. Sarwono: Wenn der Übergang zu einem stärker multipolaren Währungssystem letztlich vollzogen wird, wird eine gute interstaatliche Koordination unerlässlich sein. Fehlt Letztere, wird das globale Finanzsystem hohen Risiken ausgesetzt sein. Eine Abkehr vom US-Dollar könnte eine Vertrauenskrise gegenüber der Währung auslösen, was massive Verluste von auf US-Dollar lautenden Vermögenswerten zur Folge hätte.

Martín Redrado: Ich sehe das genau so. Die Nachfrage nach US-Dollars als Reservewährung könnte spontan und von den Märkten getrieben einbrechen, wodurch der Greenback entsprechend weniger im internationalen Handel eingesetzt würde. Dies würde wiederum die Praxis der Rechnungsstellung in US-Dollar beeinflussen, was unter anderem die Rolle des US-Dollars als Berichterstattungswährung schwächen würde. Andererseits könnte ein solcher Prozess auch mittels auf globaler (und multilateraler) Ebene koordinierter Anstrengungen umgesetzt werden. Ein rein marktgetriebener Prozess könnte zu finanzieller Instabilität und schlimmstenfalls zu einer drastischen und schnellen Korrektur der weltweiten Ungleichgewichte führen. Die koordinierte Alternative würde demgegenüber weniger Risiken mit sich bringen und voraussichtlich einen kontinuierlichen, reibungslosen Übergang gewährleisten.

Randall S. Kroszner: Um den Status des US-Dollars im globalen System und seine Rolle an den internationalen Märkten beizubehalten, sind die USA am besten beraten, wenn sie den Wechselkurs nicht zu manipulieren versuchen. Stattdessen sollten sie die Märkte davon überzeugen, dass die US-Notenbank sinnvolle binnenpolitische Massnahmen ergreifen wird. Die stabile und voraussehbare Politik ist einer der Gründe dafür, weshalb der US-Dollar selbst nach zahlreichen Schocks in den USA weiterhin als weltweite Reservewährung fungiert. Meiner Meinung nach ist es der politischen Reaktionsfähigkeit auf diese Schocks zu verdanken, dass das Vertrauen der Menschen in die USA und ihre Währung weiter anhält. Denn eines wurde während der jüngsten Krise ganz klar: In Zeiten hoher Unsicherheit und Risikoabneigung kehren die Anleger dem Greenback nicht den Rücken, sondern flüchten sich in diesen.

Sprechen wir über die von der Staatsverschuldung ausgehenden Inflationsrisiken. Viele Notenbanken sind in den vergangenen Jahrzehnten unabhängiger geworden und haben sich dem politischen Einfluss entzogen. Könnten sie nun gezwungen sein, diese Staatsschulden zu kaufen?

Thomas J. Jordan: Historisch betrachtet haben rasch steigende Staatsschulden oft zu höherer Inflation, ja sogar zu Hyperinflation, geführt. Die Versuchung, die Defizite zu monetarisieren und das Schuldenproblem über die Inflation statt über höhere Steuern oder Ausgabenkürzungen zu lösen, könnte auch heute in einigen Ländern zunehmen. In solchen Ländern besteht das Risiko, dass die Unabhängigkeit der Notenbanken leiden wird. In der Schweiz sehe ich diesbezüglich aber keine Gefahr.

Ivan Šramko: Politikern erscheint diese Lösung möglicherweise verlockend, aber die gesamtwirtschaftlichen Konsequenzen wären schwerwiegend. Entsprechende Risiken sind anderswo vielleicht höher, aber mit Blick auf die EZB ist ein solches Vorgehen höchst unwahrscheinlich. Die EZB operiert unabhängig von politischen Entscheidungen. Daran wird auch die Lage der südosteuropäischen Länder nichts ändern. Die Staatsverschuldung ist ausschliessliche Domäne der zuständigen fiskalischen Instanzen. Diese müssen nun die Konsequenzen dafür tragen, dass sie in guten Zeiten keine Reserven für schlechte Zeiten angelegt haben.

Randall S. Kroszner: Die weltweit gestiegenen Staatsschulden erhöhen unweigerlich den Druck auf breiter Front. Ich glaube aber ebenfalls, dass eine Lösung des Schuldenproblems über die Inflation in den USA und in den Volkswirtschaften, deren Notenbanken in den vergangenen Jahrzehnten ein hohes Mass an Unabhängigkeit genossen, unwahrscheinlich ist. Diese Risiken sind dort deutlich grösser, wo die Politik mehr Einfluss auf die Zentralbanken hat.

Hartadi A. Sarwono: Ich möchte doch darauf hinweisen, dass die Staatsverschuldung verschiedener Schwellenländer bis vor Kurzem einen Abwärtstrend aufwies, und dies im Fall von Indonesien weiterhin tut. Das steht in krassem Gegensatz zur Entwicklung in zahlreichen Industrieländern.

Martín Redrado: Der Druck steigt zweifellos. Wir haben diese Erfahrung in Lateinamerika bereits gemacht und in der Folge strikte regulatorische Rahmenbedingungen geschaffen, damit das System und die geldpolitischen Instanzen gegenüber der Finanzierung von Staatsausgaben weniger exponiert sind. In Argentinien beispielsweise wurden die Staatsausgaben während Jahrzehnten über diverse monetäre Arrangements finanziert. Heute gelten strikte Regeln, die den Handlungsspielraum der Geldpolitik und des Finanzsystems in Bezug auf die Staatsschulden beschränken. Wir müssen an solchen Prinzipien festhalten, wenn wir die monetäre und finanzielle Stabilität wahren wollen. ■

Aus der Teuerung Gewinn ziehen

Portfolios im Vergleich

Die Portfolios A und B weisen im Vergleich mit dem Portfolio eines «typischen» vermögenden Privatkunden (High Net Worth Individual, HNWI) eine stärkere Gewichtung von Barmitteln, Anleihen und Rohstoffen auf sowie ein geringeres Engagement in Aktien. Die Analyse ergibt nicht nur ein beträchtlich tieferes Risiko der Portfolios A und B, sondern auch eine höhere oder zumindest gleich hohe Rendite verglichen mit dem HNWI-Portfolio. Daraus resultiert eine höhere Sharpe Ratio. Die Sharpe Ratio misst die durchschnittliche jährliche Überschussrendite in Bezug auf das eingegangene Risiko, wobei Risiko gleich Volatilität gesetzt wird. Sie zeigt an, ob und in welchem Verhältnis zu risikolosen Geldanlagen eine höhere Rendite erwirtschaftet wurde. Je höher die Sharpe Ratio, umso besser hat sich die Investition in Relation zu ihrem Risikopotenzial entwickelt.

Anlageklassen

(Referenzwährung: USD)

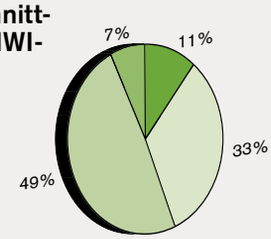
- Cash (1 Monat)
- Staatsanleihen
- Aktien weltweit
- Rohstoffe/Gold

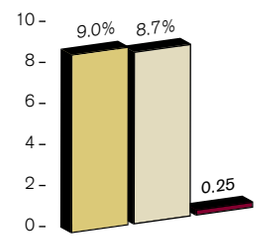
Inflationsphase 1

(1970–80; ∅ Inflation 7.8% p.a.)

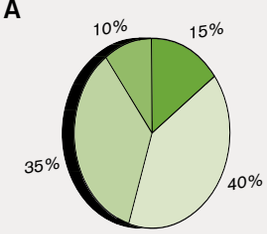
- Historische Rendite p.a.
- Historische Volatilität p.a.
- Sharpe Ratio (für Cash-Rendite von 6.8% p.a.)

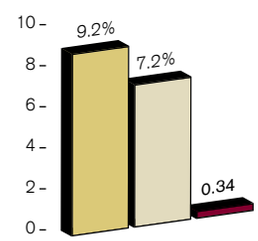
Durchschnittliches HNWI-Portfolio*



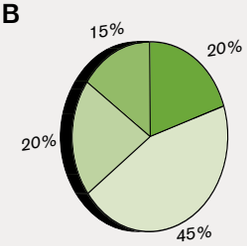


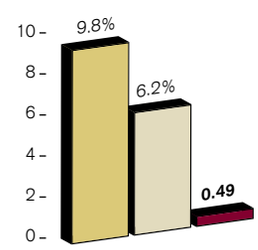
Portfolio A





Portfolio B

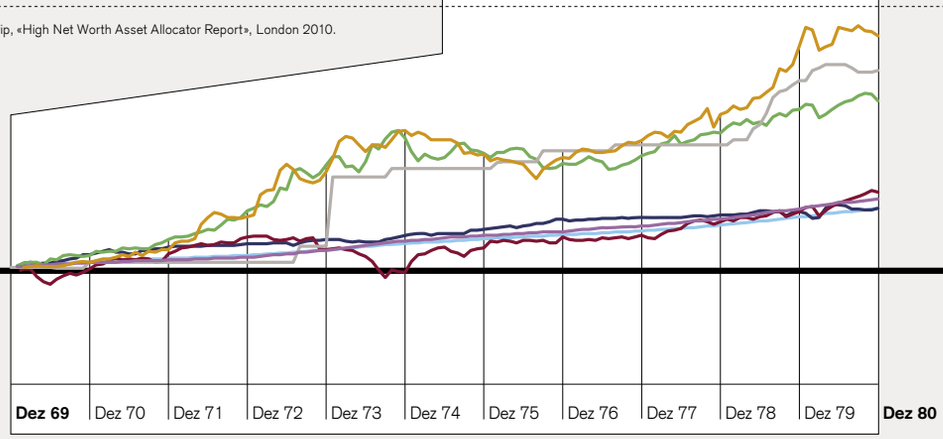




* Quelle: Scorpio Partnership, «High Net Worth Asset Allocator Report», London 2010.

Total-Return-Indizes und Konsumentenpreisindex

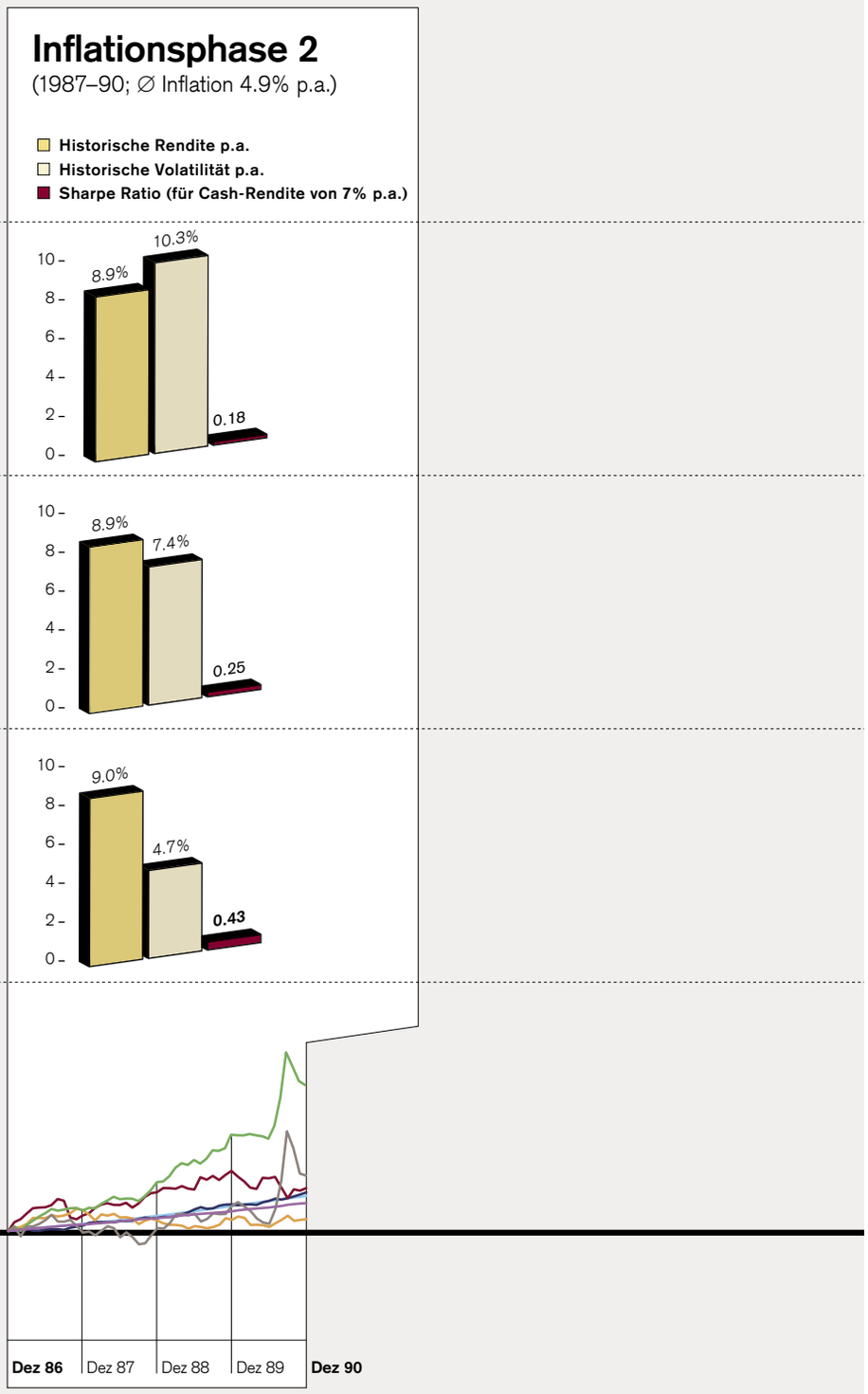
- Gold (in USD)
- Öl (in USD)
- Rohstoffe (in USD)
- Aktien weltweit (in USD)
- Konsumentenpreisindex USA
- Cash (in USD)
- Staatsanleihen (in USD)



Quelle: Credit Suisse, Ibbotson

Steigt die Teuerung, sollte das Portfolio angepasst werden, um negative Auswirkungen zu reduzieren. Eine Umschichtung in Anlagen, die in Phasen hoher Inflation die beste Performance zeigen, ist zwar eine vordergründig einfache Lösung, nicht aber eine optimale, da diese Instrumente oft sehr volatil sind. Zentral bleibt ein diversifiziertes Portfolio mit einer umfassenden Risikokontrolle.

Georg Stillhart, Leiter Asset Allocation Advice, CIO Office, Credit Suisse Asset Management
Martin Hirt, Asset Allocation Advice, CIO Office, Credit Suisse Asset Management



Der vorliegende Artikel enthält keine Inflationsprognosen, sondern skizziert einige wichtige Aspekte, die bei Investitionen in einem Umfeld mit höherer Teuerung zu berücksichtigen sind. Um inflationsbedingte Auswirkungen zu mildern, ist es unseres Erachtens am besten, verschiedene Anlageklassen in einem sorgfältig strukturierten Portfolio zu kombinieren, statt zu grosse Positionen in einzelnen Investments einzugehen. Erstens sind Inflationsschocks, etwa ein plötzlicher Anstieg des Ölpreises, kaum vorhersehbar. Es bleibt daher immer eine gewisse Unsicherheit bestehen, ob und wann ein Inflationsschub eintritt. Zweitens ist Inflation nur einer der Treiber (wenn auch ein wichtiger) der Anlagekurse. Investoren sollten in ihrer Asset Allocation jene Anlagen stärker gewichten, die in einem Umfeld mit höherer Teuerung tendenziell eine Outperformance zeigen. Indes sollten auch die Korrelationen der gewählten Anlageklassen untereinander (die möglichst tief sein sollten) sowie deren Korrelationen mit der Inflationsrate (die hoch sein sollten) im Auge behalten werden.

Der Single-Asset-Class-Ansatz

Ein Vergleich der Performance verschiedener Anlageklassen in den Jahren 1970 bis 1980 und 1987 bis 1990, zwei Phasen mit überdurchschnittlicher Inflation, zeigt, dass Rohstoffe, vor allem Öl, deutlich stärker zulegten als die Inflation (vgl. Abb. auf Seite 32 und 33). Gold stieg in den Siebzigern markant stärker als die Inflation, nicht aber in den Achtzigern. Die Renditen von Anleihen und >

Fortsetzung auf Seite 35

Wie Inflation die Anlagerenditen beeinflusst

Inflation reduziert generell die Realrenditen, wirkt sich aber unterschiedlich auf die Nominalrenditen verschiedener Anlageklassen aus. Rohstoffe zeigen in Zeiten steigender Inflation tendenziell die beste Performance, während Anleihen und Aktien in der Regel schlechtere Erträge erbringen. **Martin Bernhard,** Global Real Estate Analyst, Credit Suisse Private Banking

Was für Anleger zählt, ist die Realrendite ihrer Investments, genau wie für Lohnempfänger ihr reales, inflationsbereinigtes Einkommen relevant ist. Es ist offensichtlich, dass die Realrenditen der meisten Fixed-Income-Instrumente durch Inflation beeinträchtigt werden, weil diese Anlagen einen nominalen Coupon auszahlen. Inflationsindexierte Anleihen, deren Nominalrendite an die Inflation gekoppelt ist, sind hier die Ausnahme. Inflationsindexierte Anleihen sind jedoch selten und wurden bislang nur von Regierungen, nicht aber von Unternehmen emittiert.

Beschleunigt sich die Inflation, lassen sich Verluste bei Anleihen beschränken, indem man auf kürzere Laufzeiten ausweicht: Kurzfristige Papiere profitieren schneller, wenn die Emittenten auf die höhere Inflation reagieren und ihre Coupons nach oben anpassen. Zudem leidet das lange Ende tendenziell stärker als das kurze, wenn die Zentralbanken im Kampf gegen die Inflation ihre Zinsen anheben. Allerdings sinken die langfristigen Inflationserwartungen, und damit auch die Renditen, sobald die Zentralbanken die Märkte davon überzeugen können, dass ihre antiinflationären Massnahmen von Erfolg gekrönt sein werden. Eine Umschichtung hin zu längeren Laufzeiten ist dann taktisch sinnvoll.

Auswirkungen auf Aktienrenditen

Etwas weniger offensichtlich ist, dass Inflation auch die Aktienrenditen beeinträchtigt. Da die Unternehmen ihre Preise in Einklang mit der Teuerung erhöhen sollten, sollten sich auf realer Basis ihre Gewinne – und damit der Wert ihrer Aktien – nicht verändern. Oder im Jargon der Ökonomen: Die Inflation sollte «neutral» sein, weil es sich bei Aktien um «reale» Vermögenswerte handelt. Trotzdem kann sich Inflation in dreifacher Hinsicht auf die Aktienrenditen auswirken. Erstens kann sie das Wirtschafts- oder Gewinnwachstum reduzieren, weil die Wirtschaft bei höherer Inflation weniger gut läuft. Zweitens kann Inflation die Anleger verunsichern und ihre Risikobereitschaft dämpfen. Damit gerieten riskantere Anlagen wie Aktien unter Druck. Wir haben beide Aspekte berücksichtigt, indem wir den Effekt von Wachstum und Inflationsschocks (stellvertretend für Unsicherheit) auf die Anlagerenditen abschätzen. Drittens: Wenn die Zentralbanken auf steigende Inflationsraten reagieren, klettern die Realzinsen zu Beginn nach oben, was Aktien tendenziell unter Druck setzt.

Während sich Wirtschaftswachstum klar positiv auf die Aktienrenditen auswirkt, haben Inflation und besonders Inflationsschocks negative Konsequenzen. Der Finanzsektor und der zyklische Konsumgütersektor zeigen bei anziehender Teuerung tendenziell die markanteste Underperformance. Ersterer leidet wahrscheinlich unter dem damit einhergehenden zinsseitigen Druck, während Letzterer negativ auf die reduzierte Kaufkraft der Endkonsumenten reagiert. Energie ist der einzige Sektor mit einer substanziell positiven Korrelation zur Inflation, während der Teuerungseffekt auf die Renditen defensiver Sektoren wie Pharma nicht eindeutig ist. Dennoch behaupten sich Aktien auf lange Sicht besser als andere Anlage, auch in Phasen hoher Inflation. Die grundsätzliche Beziehung zwischen Risiko und Rendite hat auch dann Bestand, wenn die Inflation berücksichtigt wird.

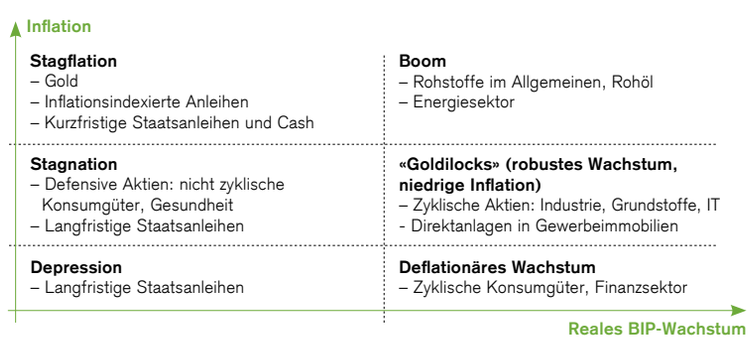
Rohstoffanlagen entwickeln sich bei steigender Inflation ansprechend, zumal anziehende Rohstoffpreise ganz offensichtlich selbst stark inflationstreibend wirken. Ein diversifizierter Rohstoffkorb korreliert positiv mit der Inflation und Inflationsschocks. Mit anderen Worten: Rohstoffe schützen gegen Inflation. Anlagen in Einzelrohstoffe, zum Beispiel in Rohöl oder Gold, bieten ebenfalls eine gute Absicherung gegen die Teuerung, obschon sich Gold nicht gut entwickelt, wenn die Wirtschaft stark wächst. Solides Wachstum untergräbt den Aspekt von Gold als «sicheren Hafen», und steigende Realzinsen erhöhen den Druck zusätzlich. Direkte Immobilienanlagen ermöglichen ebenfalls einen partiellen Inflationsschutz, da die Mieten oft an die Teuerung gekoppelt sind. Negativ auswirken könnte sich jedoch ein Anstieg der Zinsen infolge von Inflationsschocks.

Rohstoffe bieten Schutz, sind aber volatil

Trotz der absichernden Eigenschaften von Rohstoffen empfiehlt es sich, entsprechende Engagements auch bei beträchtlichen Inflationsrisiken zu beschränken, weil die absoluten Renditen selbst in Inflationsphasen bescheiden ausfallen können und die Rohstoffpreise – und damit auch die Renditen – wahrscheinlich höchst volatil sein werden. Anleger sollten der Gesamtstruktur ihres Portfolios stets höchste Aufmerksamkeit schenken und der Versuchung widerstehen, sich kurzsichtig auf einzelne Investments zu konzentrieren. ■

Kombination aus Inflation und BIP-Wachstum zählt

Die Rendite von Anlagen hängt vielfach nicht allein von der Inflation ab, sondern wird stark durch die Kombination von Inflation und Wachstum beeinflusst. Eine Anlage, die sich bei Inflation mit hohem Wachstum (Boom) gut entwickelt, behauptet sich bei Inflation mit geringem Wachstum oder einer Rezession (zum Beispiel Stagflation der 1970er-Jahre) unter Umständen schlecht. Unten stehende Rangierungen beruhen auf einer Schätzung der Anlagerenditen unter Einbezug des Wachstums, der Inflation und Inflationsschocks. Die Ergebnisse sind vergangenheitsbezogen und erlauben daher keine genauen Aussagen für künftige Investments. **Quelle: Credit Suisse**



Fortsetzung von Seite 33

> Cash lagen im ersten Zeitraum unter, im zweiten über der Inflationsrate. Auch Aktien übertrafen in den Siebzigern die Inflation. Die Underperformance von 1970 bis 1974 wurde durch die Outperformance der Jahre 1975 bis 1980 mehr als aufgewogen.

Das Rezept für eine gute Performance in einem inflationären Umfeld scheint offensichtlich: Stark in Rohstoffe investieren, Cash sowie Staats- und Unternehmensanleihen meiden, und Gold und Aktien richtig «timen». Doch diese einfache Schlussfolgerung ist irreführend, da sie die Korrelationen zwischen den Anlageklassen und deren Veränderungen auf der Zeitachse nicht berücksichtigt. Sie konzentriert sich zudem auf die Rendite und vernachlässigt das Risiko, das heisst die Volatilität des Portfolios. Dieser «einfache» Ansatz hätte daher ein Portfolio mit hoch volatilen und somit riskanten Renditen zur Folge.

Der Multi-Asset-Class-Ansatz

Zur Optimierung des Verhältnisses zwischen Risiko und Rendite bei einem über dem historischen Durchschnitt liegenden Inflationstrend stellen wir zwei Portfolios zusammen, die Cash (für ein tieferes Risiko) respektive Rohstoffe (für eine höhere Rendite) übergewichten und ein Engagement in allen anderen wichtigen Anlageklassen beibehalten. Die Performance dieser «inflationstauglichen» Portfolios während der vorangehend genannten Zeiträume vergleichen wir mit der Performance von einem «Standard»-Portfolio eines vermögenden Privatanlegers (vgl. Abb. auf Seite 32 und 33). Unsere Berechnungen beziehen sich auf Portfolios in US-Dollar, wobei die Ergebnisse für andere Basiswährungen sehr ähnlich wären.

In beiden Inflationsphasen verbessert sich die Sharpe Ratio des Portfolios (das heisst, die Rendite steigt und das Risiko sinkt), wenn die Allokationen in Cash und Rohstoffe relativ zum Standard-Portfolio erhöht werden. Eine Übergewichtung liquider Mittel mag intuitiv falsch erscheinen, zumal Inflation ja deren Kaufkraft erodieren lässt. Innerhalb eines Portfolios wird auf diese Weise jedoch die Volatilität gedämpft. Falls die Zentralbanken in ihrem Kampf gegen die Inflation die Zinsen deutlich erhöhen würden, stiegen in der Folge zudem auch die Geldmarktsätze. Ob die Zentralbanken auf künftige Inflationsschübe mit ähnlich rigorosen Straffungsmassnahmen reagieren werden, hängt weitgehend von der Ausprägung des jeweiligen Inflationsschocks ab. Je weniger aggressiv sie eingreifen, desto weniger attraktiv wird die Cash-Komponente im Portfolio.

Zu viele inflationsgestützte Anlagen sind riskant

Wenn sich die Inflation – wie von vielen Marktteilnehmern erwartet – tatsächlich beschleunigen sollte, ist es wohl am besten, Lehren aus der Vergangenheit zu ziehen und in Bezug auf Diversifikation und Risikokontrolle einen strikten Multi-Asset-Class-Ansatz zu verfolgen. Dies spricht ganz klar für ein aktives Engagement in reale Vermögenswerte wie Gold und andere Rohstoffe. Staats- und sonstige Qualitätsanleihen könnten zumindest teilweise durch inflationsindexierte Instrumente ersetzt werden. Eine übermässige Konzentration auf inflationsgeschützte Anlagen könnte allerdings mit einem signifikanten Risiko einhergehen. Im schlechtesten Fall erhöht ein Anleger damit die Volatilität seines Portfolios, ohne eine entsprechende Rendite zu generieren, insbesondere wenn sich die Inflationsbefürchtungen als grundlos oder übertrieben erweisen. Es sollte daher jederzeit eine Diversifizierung über verschiedene Anlageklassen hinweg beibehalten werden. Eine Neuausrichtung des Portfolios, um die Auswirkungen der Teuerung zu beschränken, sollte zudem so früh als möglich erfolgen. Denn unerwartete Inflation richtet in einem Portfolio mehr Schaden an als erwartete Inflation. ■

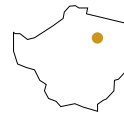
Foto: Martin Stollenwerk

Georg Stillhart ist seit 1996 bei der Credit Suisse tätig. Er ist Leiter Asset Allocation Advice für Privatkunden weltweit und für institutionelle Kunden ausserhalb der Schweiz bei Credit Suisse Asset Management. Er hat einen Master in Finance der Universität St. Gallen und einen Ph.D. der Universität Zürich. **Martin Hirt** stiess 1998 zur Credit Suisse. Er war während dreier Jahre Leiter der Strategieberatung für institutionelle Kunden in der Schweiz und berät zurzeit Privatkunden und institutionelle Kunden in strategischen Anlagefragen. Er hat einen Master in Banking and Finance der Universität St. Gallen und ist Certified European Financial Analyst (CEFA).

Hyperinflation ist Inflation, die Amok läuft. Den Menschen gelingt es in der Regel, sich in einer Phase geringer oder sogar zweistelliger Inflation durchzuschlagen. Doch der Zusammenbruch von Währungen und die sozialen und politischen Umwälzungen, die mit Hyperinflation einhergehen, können ein Land nachhaltig prägen. Deflation – das heisst fallende Preise – schafft in vieler Hinsicht ebenso grosse Probleme. Japans «verlorenes Jahrzehnt» ist ein Beispiel aus der jüngsten Vergangenheit. Drei Zeitzeugen berichten, wie sie persönlich die schwierigen Zeiten erlebt haben:

Tinashe Mushakavanhu Simbabwe 1997–2009
Jessica Mann Argentinien 1971–1989
Jun-ichi Yoshida Japan 1991–2000 und erneut im Jahr 2009

Quelle: IWF, Schätzungen September 2009 | Foto: Thomas Eugster



Tinashe Mushakavanhu + **Alter** 27 + **Familie** Single + **Beruf** Student und Autor + **Simbabwe** 1997–2009 + **Hauptstadt** Harare + **Staatsform** Republik + **Einwohnerzahl** 11.7 Millionen + **Pro-Kopf-BIP** USD 303 + **Aktuelle Inflationsrate** 9 Prozent*

*Laut dem Internationalen Währungsfonds erreichte die Inflation in Simbabwe im September 2008 ihren Spitzenwert bei etwa 500 Milliarden Prozent und wurde gestoppt, nachdem die Regierung die nationale Währung durch den US-Dollar und den südafrikanischen Rand ersetzt hatte.

Ich ging zur Oberschule, als der Simbabwe-Dollar 1997 einbrach. Es folgten Unruhen in den Städten, entfacht durch steigende Lebensmittelpreise. Die Regierung zahlte Milliarden an Renten für Kriegsveteranen aus und begann wenige Jahre später, kommerziell genutztes Ackerland zu beschlagnahmen. Eine Oppositionspartei trat an, um das Monopol der Regierung zu brechen. Gewalt wurde Teil des Alltags. Die landwirtschaftliche Produktion ging zurück, weil die Effizienz sank, und Geschäfte begannen zu schliessen.

Einige Jahre später an der Universität hatten wir auf dem Campus einen Platz, den wir «Platz des Hungers» nannten. Jeden Mittag sassen dort Studenten und verdrückten einen Imbiss aus «Maputi» (Popcorn) und «Freeze-It» (Wasserglace) oder sie lagen im Gras bis zur nächsten Vorlesung. Meistens hatten wir nur eine Mahlzeit am Tag. 2003 verloren mein Vater und Tausende anderer in einem Arbeitskampf ihre Jobs bei der Post. Man beschuldigte sie, der Oppositionspartei anzugehören, und ersetzte sie grösstenteils durch Jugendmiliz. Mein Vater hatte es 1999 geschafft, etwa 160 Kilometer von Harare entfernt ein kleines Haus zu kaufen, sodass wir immer noch ein Dach über dem Kopf hatten.

Nach meinem Hochschulabschluss arbeitete ich als Werbetexter. Doch ich war enttäuscht von Simbabwe. Per Zufall traf ich einen walisischen Dichter, der mir half, die Mittel für ein Master-Studium in Literatur in Wales zu beschaffen. Ich hielt mich durch Gespräche mit meinen Eltern und Facebook-Kontakte mit Freunden über die Ereignisse in Simbabwe auf dem Laufenden. Es gab nur schreckliche Nachrichten. 2007, nach meinem Studium, kehrte ich nach Simbabwe zurück. Ich erinnere mich, dass ich meinem Vater bei der Ankunft sagte, dass die Menschen durch den Mangel an gesunder Ernährung geschrumpft zu sein schienen. Meine Familie überlebte dank eines Webdesigners und dessen Frau, die ich in Wales kennengelernt hatte und die uns Geld schickten. Es war sinnlos, Geld auf der Bank zu haben. Um Bargeld abzuheben, musste man von ein Uhr morgens bis zur Öffnung der Bank Schlange stehen. Und dann hiess es meistens: «Heute gibt es kein Geld. Kommen Sie morgen wieder.» Ausserdem hatten die Banken ein Tageslimit. Wenn man Verkehrsmittel benutzen musste, reichte die Summe, die man abheben durfte, nicht aus, um am nächsten Tag noch einmal die Busfahrt zur Bank zu bezahlen. Wer schlau war, beschaffte sich an Strassenecken und in Einkaufszentren Geld vom Schwarzmarkt.

Die Geschäfte waren leer. Die einzigen vollen Regale waren in den Fernsehnachrichten von News@8 zu sehen. Für Lebensmittel musste man nach Südafrika oder Botsuana fahren. Ich bin oft nach Francistown in Botsuana getrampt. Das dauerte zwar den ganzen Tag, aber ich konnte dort 20 Kilo Mehl oder Reis

bekommen, was für ein paar Monate reichte. Hatte man Geld, gab man es für Nahrungsmittel aus – und man gab es sofort aus, denn die Preise waren unberechenbar. War etwas aufgebraucht und man versuchte, es später am Abend oder am nächsten Morgen nachzukaufen, konnte der Preis doppelt so hoch sein wie am Vortag oder noch vor einer Stunde. Nichts gab es umsonst. Wenn in der Nachbarschaft jemand ein Auto hatte und in die Stadt fuhr, lud er es mit anderen Pendlern voll und verlangte von allen Geld dafür. Simbabwe wurde ein Land der Taxifahrer. Da merkte ich erstmals, wie viel Unternehmergeist die Simbabwer haben. Alles, was Geld brachte oder wofür man etwas zu essen für die Familie bekam, wurde versilbert. Gelegentlich tauschten Leute ihre Kleidung gegen Säcke mit Maismehl, dem Haupterzeugnis des Landes.

Die Regierung druckte Geld nach Bedarf. Regierungsfreundliche Zeitungen spielten die Inflation herunter. Bessere Angaben lieferten oppositionelle Zeitungen. Doch die Realität der Inflation waren nicht die Zahlen in den Zeitungen. Realität war, dass Abwässer offen durch die Gemeinden flossen. Wir hatten

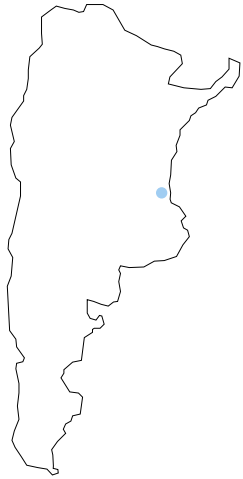
Die Geschäfte waren leer. Die einzigen vollen Regale waren in den Fernsehnachrichten von News@8 zu sehen. Für Lebensmittel musste man nach Südafrika oder Botsuana fahren.

keinen Strom. Nichts blieb von der Inflation verschont: Landwirtschaft, Produktion, Schulen und Dienstleistungen. Bis heute gibt es kein fliessendes Wasser.

Ende 2008 kehrte ich mit Hilfe meiner Freunde nach Grossbritannien zurück. Ich arbeite auf einen Doktortitel in Englisch hin und bin als Autor tätig. Einige meiner früheren Kommilitonen sind immer noch in Simbabwe. Menschen mit Hochschulabschluss müssen ihre Tage damit verbringen, in der Sonne zu liegen, weil sie sonst nichts zu tun haben. Die Arbeitslosigkeit liegt bei über 80 Prozent.

Der Simbabwe-Dollar wurde im April 2009 aus dem Verkehr gezogen. Kurz davor hatte das Land die erste 10-Trillionen-Dollar-Note aller Zeiten gedruckt. Sie war weniger als 50 US-Dollar wert. Unter den Dingen, die mein Vater mir zeigte, als ich aus Wales wieder nach Hause kam, war ein Rentenscheck seines früheren Arbeitgebers für seine 25 Dienstjahre. Er hatte einen Wert von fünf Simbabwe-Dollar.

Quelle: IWF, Schätzungen September 2009 | Foto: Thomas Eugster



Jessica Mann + **Alter** 53 + **Familie** Single + **Beruf** Pharmaberaterin + Argentinien 1971–1989 + **Hauptstadt** Buenos Aires + **Staatsform** Republik + **Einwohnerzahl** 40.1 Millionen + **Pro-Kopf-BIP** USD 7508 + **Aktuelle Inflationsrate** 5.6 Prozent

1973, als ich 17 Jahre alt war, begann ich mein Medizinstudium an der Universität von Buenos Aires. Ich arbeitete vormittags als Sekretärin an der Börse und besuchte nachmittags meine Vorlesungen. Zu dieser Zeit war Argentinien noch relativ billig. Drei Jahre später brachte ein Staatsstreich die Militärs an die Macht. Der Wirtschaftsminister unter dem neuen Regime, José Alfredo Martínez de Hoz, begann mit der Deregulierung der Finanzmärkte und fror Sparkonten ein. Die Inflation stieg drastisch an. Allmählich löste sich der Wechselkurs des Peso zum Dollar vom amtlichen Kurs, was den Nährboden für einen florierenden Schwarzmarkt schuf. Das ging so weit, dass der Schwarzmarktkurs täglich in allen Zeitungen veröffentlicht wurde. Man musste nicht weit laufen, um die Landeswährung gegen Schwarzmarkt-Dollar zu tauschen. So fanden sich zum Beispiel an der Getreidebörse Leute, die ganz offiziell in Büros sassen und einem echte US-Dollar zurückgaben.

Als ich mein Medizinstudium 1979 abgeschlossen hatte, machte ich ein Arztpraktikum in Kardiologie am British Hospital in Buenos Aires. Beschämt muss ich sagen, dass ich zu dieser Zeit rauchte, und mit meinem Gehalt vom Krankenhaus, das bar ausgezahlt wurde, kaufte ich genug Zigaretten für einen Monat. Ausserdem ging ich jeweils in eine Buchhandlung, um alle Bücher zu kaufen, die ich haben wollte. Von meinem Lohn behielt ich jeweils 20 Prozent, die ich aber noch am selben Tag in US-Dollar tauschte. Es war absolut sinnlos, ein argentinisches Bankkonto zu haben. Ein T-Shirt, das einem gefiel, kostete heute 50 Pesos, am Freitag 65 Pesos und zwei Wochen später 150 Pesos.

«Kaufkraftparität» – dieses Wort lernte ich erst, als ich Argentinien verlassen hatte.

Nach 1980 schwankte die Inflation ganz enorm. Später, im Jahr 1989, schoss sie auf lächerliche Höhen. Doch zu der Zeit war ich bereits weg. Und ich muss sagen, dass die Inflation nicht unser grösstes Problem war. Ich meine, ich habe acht Militärregierungen überlebt. Die letzte war mit 30 000 «Vermissten» besonders brutal. Das Schicksal von Freunden und Kommilitonen war wichtiger als die hohe Inflation. Dieses dunkle Kapitel endete mit dem Falkland-Krieg, der

beiden Seiten etwas gebracht hat. Maggie Thatcher bekam ihre zweite Amtszeit und wir waren die Militärs los. Anfang 1983 fanden demokratische Wahlen statt, die ersten und einzigen, bei denen ich jemals in Argentinien gewählt habe.

1982 wertete Martínez de Hoz plötzlich die Landeswährung ab. Ich legte zu jener Zeit Geld für einen Forschungsaufenthalt als Kardiologin in Frankreich zurück und hatte vor, 12 000 US-Dollar auf dem Schwarzmarkt zu kaufen. Eines Morgens wachte ich auf und musste feststellen, dass meine Pesos nur noch 1200 US-Dollar wert waren. Und auch dieser kleine Betrag liess sich nicht problemlos nach Paris überweisen. Während ich auf das Geld wartete, arbeitete ich von 8 bis 18 Uhr im Krankenhaus und danach bis Mitternacht als freiberufliche Übersetzerin. Nach sechs Monaten in Frankreich kehrte ich nach Argentinien zurück, um meine Ausbildung abzuschliessen. 1985 versuchte die Regierung, die Leute zu beruhigen, indem sie den Peso durch den Austral ersetzte und à la Simbabwe ein paar Nullen strich.

Am Rande sei erwähnt, dass mein Vater die Hyperinflation in Deutschland zwischen den beiden Weltkriegen erlebt hat, als sich die Preise alle zwei Tage verdoppelten. Er sprach nicht gern darüber, doch seine Grundhaltung schien zu sein: «Nun ja, dies ist schlimm, aber so schlimm nun auch wieder nicht.» Allerdings hat er ein Bankkonto in Deutschland und eines in den USA behalten – vielleicht wegen seiner Sensibilität für hohe Inflation. Seine Sorge war es immer, genug Geld zu hinterlassen, damit meine Mutter davon leben konnte.

Im darauffolgenden Jahr verliess ich Argentinien im Alter von 29 Jahren für immer und ging an das National Institute of Health in den USA. Als ich dort ankam, erlebte ich zwei Überraschungen. Die erste: Ich sah zum ersten Mal in meinem Leben die Preise fallen. Ich hatte sie immer nur steigen sehen. Die zweite erlebte ich beim Eröffnen eines Sparkontos, als mir der Bankangestellte auf meine Frage nach dem Zinssatz «sechs Prozent» antwortete, was hoch war für die USA. Ich wollte nicht völlig dumm wirken, indem ich fragte, ob das pro Woche sei. Also fragte ich, ob das der monatliche Satz sei. Ich kann nicht beschreiben, was für ein Gesicht er machte, als er sagte: «Nein, Ma'am, pro Jahr.»

«Kaufkraftparität» – dieses Wort lernte ich erst, als ich Argentinien verlassen hatte. Zwei Generationen von Menschen in diesem Land kennen den Sinn des Sparens nicht, haben kein Vertrauen in die Regierung und nur wenig in Banken. Zehn Prozent der Argentinier haben das Land verlassen, Fachleute und Intellektuelle wie ich. Die Mittelklasse verschwindet. Ich hatte eine wunderbare Kindheit und Jugend in Argentinien. Und ich hatte eine kostenlose Universitätsausbildung. Aber ich würde nie wieder dort leben wollen.

Quelle: IWF, Schätzungen September 2009 | Foto: Benjamin Parks

Jun-ichi Yoshida + **Alter** 57 + **Familie** Verheiratet, ein Sohn + **Beruf** Forschungschemiker + **Japan** 1991–2000 und 2009 + **Hauptstadt** Tokio + **Staatsform** Konstitutionelle Monarchie + **Einwohnerzahl** 127.6 Millionen + **Pro-Kopf-BIP** USD 39 573 + **Aktuelle Inflationsrate** –1.1 Prozent

Man nennt es das verlorene Jahrzehnt: «ushinawareta jūnen». Ich weiss nicht, wann ich den Ausdruck zum ersten Mal gehört habe. Ich wurde 1952 in Osaka, Japan, geboren und wuchs dort auf. Später studierte ich Chemie in Kioto und in den USA. 1985 kehrte ich in meine Heimatstadt zurück, um an der Universität zu arbeiten. 1994 bot man mir eine Stelle an der Universität von Kioto an. Zu der Zeit herrschte in Japan bereits seit einigen Jahren Deflation.

Wir wussten, dass das kommen würde. In den 1980er-Jahren erlebte Japan einen fantastischen Boom, vor allem bei Immobilien. Häufig wurde der Vergleich zitiert, dass der Kaiserpalast in Tokio mehr wert sei als ganz Kanada, Australien oder Kalifornien. Der Aktienindex Nikkei erreichte Ende 1989 seinen Spitzenwert, nachdem die Regierung die Zinsen erhöhte hatte, um die Konjunktur abzukühlen. Damit platzte die Immobilienblase, aber im August 1992 brach auch der Aktienmarkt ein. Ich bin Wissenschaftler und kein Anleger, sodass ich das Auf und Ab des Marktes nicht im Detail im Kopf habe wie ein Finanzexperte. Wie dem auch sei, danach begannen die Zinsen zu fallen. Ich erinnere mich, wie ich mir kopfschüttelnd meine Bankauszüge anschaute, denn der Zinssatz sank unerbittlich von zwei Prozent auf fast null. Einer meiner Freunde, der in einem Vorort von Kioto lebt, kaufte sein Haus auf der Höhe des Booms. Seine Hypothek wurde zum Verhängnis seines Lebens. Die Zinsen auf das Darlehen lagen bei fünf Prozent und blieben unverändert. Geld auszugeben machte keine Freude mehr. Zum Essen leistete er sich nur noch ein Bier.

Die Immobilienpreise fielen natürlich auch. Man könnte den Rückgang der Immobilienpreise für eine gute Sache halten – allerdings nicht für Verkäufer. Als ich die Stelle in Kioto annahm, wollten meine Frau und ich unser Haus in Osaka verkaufen und umziehen. Es erwies sich jedoch als unmöglich, einen angemessenen Preis dafür zu erzielen. Die Leute boten die Hälfte von dem, was unser Haus wert war. Schliesslich gaben wir auf, weil wir den Verlust nicht verkraften konnten. Jetzt pendle ich jeden Tag zwischen Kioto und Osaka. Die beiden Städte sind benachbarte Präfekturen, aber man braucht etwa zwei Stunden für den Weg, was bedeutet, dass ich täglich vier Stunden in Bus und Bahn verbringe. Als mein Sohn klein war, ging das von der Zeit ab, in der ich mit ihm spielen konnte. Viele meiner Kollegen sind in derselben Situation. Dazu muss ich allerdings sagen, dass Menschen im Grossraum Tokio bereits vor der Deflation nicht selten zwei Stunden für ihren Arbeitsweg brauchten.

Abgesehen von der Sache mit dem Haus – einem sehr grossen Problem – musste ich meinen Lebensstil nicht allzu sehr ändern. Da ich immer noch eine Hypothek abbezahlen muss, versuche ich, das so schnell wie möglich zu tun,

Foto: Mathias Hofstetter

statt Geld auf der Bank zu sparen. Andere Menschen geben ihr Geld einfach aus, um sich eine Freude zu machen, einige bunkern es zu Hause oder schicken es ins Ausland. Wenn ich etwas kaufen will, vergleiche ich die Preise sehr sorgfältig, oft über das Internet. Das ist in gewisser Weise eine gute Seite der Deflation: Die Preise gehen immer nach unten. So konnte ich einen Fernseher und andere Haushaltsgeräte äusserst günstig kaufen. Irgendwie ist es sehr einfach geworden, ein Taxi zu bekommen, aber es ist immer noch extrem schwierig, einen Platz in einem guten Restaurant zu ergattern.

Im Grossen und Ganzen scheinen reiche Leute von der Deflation nicht betroffen zu sein. Ich kann das nicht belegen, das ist so ein Gefühl, aber jeder spürt das irgendwie. Gehälter für Menschen zwischen 50 und 60 steigen nicht mehr oder nur geringfügig. Wir hören im Fernsehen viel über die sogenannte Deflationsspirale und es steht viel darüber in der Zeitung. Die Medienberichte scheinen das Ganze richtig darzustellen – zumindest nach dem, was ich beobachten konnte. Doch offenbar hat jeder eine andere Lösung für das Problem. Einige Leute sagen, dass die Regierung mehr Geld ausgeben soll, um Anreize zu schaffen, da es unmöglich ist, die Zinsen noch weiter zu senken. Andere halten steuerliche Impulse, durch die Sparguthaben freigesetzt werden, für den richtigen Weg.

«Als ich ein Kind war, waren kleine Unternehmen ein aufstrebender, dynamischer Zweig unserer Gesellschaft. Heute sterben sie aus, da sie die Preise für ihre Waren nicht hoch genug ansetzen können.»

Japan hatte nie eine besonders hohe Inflation, wenngleich wir um 1950 eine schreckliche Hyperinflation erlebt haben. Das Schlimmste, an das ich mich erinnere, war um 1980, aber das war noch nicht einmal eine zweistellige Inflation. Und ich war so jung, dass es für mich kaum Auswirkungen hatte. Nach allem, was ich weiss, ist Deflation schlimmer. Im Vergleich mit dem, was ich bisher erlebt habe, würde ich sagen, dass die aktuelle wirtschaftliche Lage in Japan sehr schlecht ist. Als ich ein Kind war, waren kleine Unternehmen ein aufstrebender, dynamischer Zweig unserer Gesellschaft. Heute sterben sie aus, da sie die Preise für ihre Waren nicht hoch genug ansetzen können.

Foto: Mathias Hofstetter

Der neue Wachstumsmotor

Die Bevölkerungszunahme in den Schwellenländern in Kombination mit einer ständig wachsenden Mittelklasse in Ländern wie Indien, den Philippinen und Marokko kurbelt die Konsumnachfrage nach Gütern des täglichen Bedarfs und Dienstleistungen an.

Steigende Kaufkraft in den Schwellenmärkten

Starkes Bevölkerungswachstum, steigende verfügbare Einkommen sowie die zunehmende Bedeutung von Konsumenten mit niedrigem Einkommen schaffen grosse Ertragschancen für Unternehmen, die Konsumgüter in Schwellenländern vertreiben.

Olivier P. Müller, CFA, CAIA, FRM
Research Analyst
olivier.p.mueller@credit-suisse.com
+41 44 333 01 46

1

Schwellenmärkte sind ein wichtiger Wachstumsfaktor für die Weltwirtschaft, insbesondere für Konsumgüter. Hinter dem Konsumwachstum in diesen Ländern sehen wir fünf Faktoren: 1) Die demografische Entwicklung; 2) das höhere BIP-Wachstum pro Kopf; 3) das Entstehen einer Mittelschicht; 4) einen sinkenden Anteil des für Lebensmittel ausgegebenen Einkommens; 5) die zunehmende Bedeutung von Verbrauchern am unteren Ende der Einkommenspyramide.

«Schwellenmärkte sind ein wichtiger Wachstumsfaktor für die Weltwirtschaft, insbesondere für Konsumgüter.»
Olivier P. Müller

Demografische Entwicklung

Demografische Trends wie Bevölkerungswachstum, Urbanisierung und rückläufige Abhängigkeitsquote haben in den Schwellenländern grossen Einfluss auf die Konsumentenschicht. Die UNO geht davon aus, dass die erwerbstätige Bevölkerung in den Schwellenländern von 2006 bis 2020 zwischen 1.6% (Mexiko und Türkei) und 1.9% (Indien) pro Jahr wachsen wird. Dagegen dürfte die Bevölkerung in den Industrieländern wesentlich langsamer steigen bzw. sogar stagnieren oder schrumpfen (z.B. um –0.4% in Italien und –0.8% in Japan, **vgl. Abb. 1**). In vielen Schwellenländern hat sich ausserdem der Urbanisierungstrend verstärkt. Dadurch können Landbewohner am strukturellen Wachstum des verfügbaren Einkommens partizipieren und bekommen Zugang zu einem vielfältigeren Angebot an Konsumgütern. So haben etwa in China ein besseres Bildungssystem, höhere Einkommen und staatliche Unterstützungsmassnahmen dazu geführt, dass der Anteil der Stadtbewohner an der Bevölkerung von 20% im Jahr 1980 auf heute 46% zugenommen hat. Laut Hochrechnungen der UNO dürfte diese Quote bis 2030 auf annähernd 60% steigen.

Aufgrund besserer Möglichkeiten zur Produktivitätssteigerung wächst das BIP in den Schwellenländern nach wie vor stärker als in den Industriestaaten. Auch das trägt dazu bei, dass die verfügbaren Einkommen schneller steigen. Der IWF erwartet in den Schwellenländern für 2010 und 2011 BIP-Zuwachsraten von 6.0% bzw. 6.3%, während die Industrienationen nur 2.1% bzw. 2.4% Wachstum erreichen dürften.

Eine aufstrebende Mittelschicht

Erreichen Volkswirtschaften eine höhere Entwicklungsstufe, gewinnt die Mittelschicht an Bedeutung. Diese verfügt aufgrund steigender verfügbarer Einkommen und der resultierenden Vermögenseffekte über eine hohe und zunehmende Kaufkraft. Zudem ist in den letzten Jahren die Oberschicht in den Schwellenländern wohlhabender geworden, was die Kaufkraft zusätzlich stützt. So zeigt eine kürzlich veröffentlichte Studie der Credit Suisse zur Verbraucherstimmung in China, dass der Anteil der oberen 10% am gesamten Haushaltseinkommen trotz der Finanzkrise von 24.3% im Jahr 2004 auf 35.7% (2009) gestiegen ist **(vgl. Abb. 2)**.

Darüber hinaus ist der Anteil des Einkommens, der in den Schwellenländern für Lebensmittel ausgegeben wird, gesunken. Dadurch steht mehr Geld zur Verfügung für Güter, die nicht zum Grundbedarf zählen. Im Segment mit einem Pro-Kopf-Einkommen von bis zu 4000 bis 5000 US-Dollar wird der grösste Teil für Lebensmittel ausgegeben. Über diesem Niveau sinkt der Lebensmittelanteil jedoch deutlich zugunsten von Nichtbasiskonsumgütern: Die Konsumenten geben zunehmend Geld aus für weitergehende Bedürfnisse wie Qualität, Sicherheit und Marken, wechseln in höhere Qualitäts- und Preiskategorien (Trading-up) und schaffen Nachfrage in den Bereichen Kommunikation, Transport, Freizeit und Bildung.

So geben Privathaushalte in weniger weit fortgeschrittenen Schwellenländern 30% bis 50% ihres Einkommens für Lebensmittel aus. Je weiter die Volkswirtschaft sich entwickelt, desto geringer wird dieser Anteil. In den Industrieländern machen die Lebensmittelausgaben derzeit etwa 10% des Gesamteinkommens aus, in den USA im Jahr 2007 beispielsweise 9.7%. Im vergangenen Jahrhundert war das Verhältnis zwischen Lebensmittelausgaben und BIP auch hier noch wesentlich höher **(vgl. Abb. 3)** und ging erst mit dem Wachstum und der fortschreitenden Entwicklung der US-Wirtschaft nach dem Zweiten Weltkrieg zurück.

In den einkommensstärkeren Schwellenländern (wie Polen, Ungarn, Korea und Taiwan) haben Luxusgüter, Automobile und Freizeitartikel bereits eine grössere >

Bedeutung. In den einkommensschwächeren Ländern (z.B. Indien, den Philippinen, Indonesien und Marokko) dagegen stehen noch Güter und Dienstleistungen der Grundversorgung eher im Vordergrund.

Mit dem wirtschaftlichen Fortschritt lassen immer mehr Menschen am untersten Ende der Einkommenspyramide die absolute Armut hinter sich und entwickeln zunächst einen Bedarf an Konsumgütern für ihre Grundversorgung. Laut dem World Resources Institute zählt dieses Segment mehr als vier Milliarden Menschen. Mit einem jährlichen Pro-Kopf-Einkommen von unter 3000 US-Dollar verfügen sie über eine Kaufkraft von 5 Billionen US-Dollar und bilden so einen entscheidenden Faktor für die Konsumgüternachfrage in den Schwellenländern.

Höhere Kaufkraft treibt die Nachfrage

Angesichts dieser Entwicklungen glauben wir, dass westliche Konsumgüterunternehmen 50 bis 100% ihres Wachstums in den Schwellenländern erreichen dürften. Zwar geben nicht alle die Rentabilität ihres Geschäfts in den Schwellenländern bekannt, allgemein lässt sich aber feststellen, dass die Gewinne in diesen Märkten oft relativ hoch liegen, weil die Preiselastizität in vielen Kategorien geringer und die Preisgestaltung flexibler ist. Zudem kann man davon ausgehen, dass das grössere Risiko in den Schwellenländern oft durch höhere Margen kompensiert wird.

Diese Faktoren dürften das relativ schwache Wachstum in den Industrieländern, wo viele Marktsegmente gesättigt sind, weitgehend ausgleichen. Der Konsum in diesen Märkten dürfte verhältnismässig schwach bleiben, weil die Verbraucher in vielen grossen Volkswirtschaften noch dabei sind, Schulden abzubauen. Dazu kommen Arbeitslosigkeit, negative Vermögenseffekte und sinkende Immobilienpreise, die sich für die nähere Zukunft in einigen Ländern ebenfalls negativ auf den Konsum auswirken dürften.

Die wichtigsten Wachstumsfaktoren für die Konsumgüterbranche sind je nach Sektoren der Anstieg der verfügbaren Einkommen und der Rückgang der Produktpreise. Während Letzteres auch für die Industrieländer relevant ist, ist Ersteres hauptsächlich für die Schwellenländer wichtig. Steigende Einkommen und damit einhergehende Vermögenseffekte unterstützen vor allem Kategorien wie Gebrauchsgüter, Luxusprodukte und Autos ebenso wie Lebensmittel, Getränke, Tabak, Haushaltsartikel und Körperpflegeprodukte. Ausserdem kommt es häufig zum Trading-up, da die Verbraucher von lokalen Produkten zu globalen Marken wechseln. Wo die Nachfrage vor allem durch steigende verfügbare Einkommen oder Vermögenseffekte getrieben wird, sollten Unternehmen den Markteintritt in ein Schwellenland in einem frühen Stadium vollziehen. So können sie einen Markenwert aufbauen und damit die Grundlage schaffen für höhere Produktdurchdringung und Marktanteile, wenn die verfügbaren Einkommen steigen und sich der Markt entwickelt. Für stark preisabhängige Kategorien, in denen absolute und relative Preiseffekte dominieren, halten wir eine Strategie der Preisführerschaft für nötig, um die Produkte erschwinglich zu machen und eine höhere Marktdurchdringung zu erreichen. Oft verfolgen Hersteller von Unterhaltungselektronik eine solche Strategie und schaffen so eine Nachfrage nach ergänzenden Produkten wie Mobiltelefonverträgen.

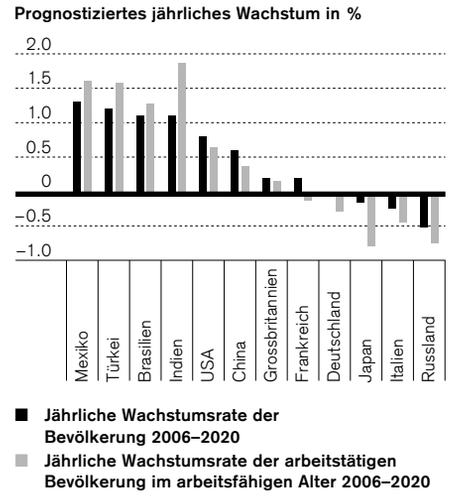
Parameter für die Produktpositionierung

Konsumgewohnheiten hängen von kulturellen und gesellschaftlichen Aspekten ebenso ab wie von den klimatischen Bedingungen. Das Angebot an Konsumgütern muss dies in Bezug auf Kategorien, Art oder Geschmack von Produkten und auch beim Vertrieb berücksichtigen. Die folgenden vier Parameter sind für eine erfolgreiche Produktpositionierung entscheidend. Zunächst ist der Preis pro Einheit wichtig, denn die absoluten und relativen Preise entscheiden darüber, ob das Produkt erschwinglich ist oder nicht. Die Preise müssen so niedrig sein, dass Verbraucher in den Schwellenländern willens und in der Lage sind, sie zu zahlen. Damit eng verwandt ist der Faktor Verpackung. Dabei kommt es auf die Art und auf die Anzahl der enthaltenen Einheiten an, denn der Preis je Packung muss zur Liquiditätslage der Verbraucher und ihrer Einkaufsfrequenz passen. Aus diesem Grund werden bestimmte Güter wie Zigaretten, Suppenwürfel oder Shampoo oft in kleineren Einheiten angeboten. Diese Einmalpackungen ermöglichen es ärmeren Kunden, ein Produkt zu kaufen, das sie sich sonst nicht leisten könnten. Viele Unternehmen aus westlichen Ländern verfolgen eine solche Strategie. Der dritte Faktor besteht in einer guten, den lokalen Verhältnissen angepassten Werbung und Verkaufsförderung: Unternehmen müssen mit ihren Marketingaktivitäten die verschiedensten Verbraucherkreise über die relevanten Kanäle erreichen, insbesondere, wenn noch keine modernen Medien wie Fernsehen oder Internet verfügbar sind. Viertens gilt es, Vertriebskanäle und die Produktlogistik zu beachten. So könnte, um auch die länd-

01_Erwartetes Bevölkerungswachstum 2006–2020

Deutlicher Kontrast zwischen den meisten Schwellen- und den Industrieländern.

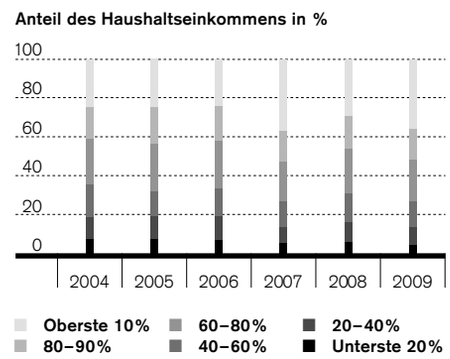
Quelle: Uno, Demografiestudien Credit Suisse



02_Verteilung des Haushaltseinkommens in China

2009 verteilten sich fast 40% des Haushaltseinkommens Chinas auf die reichsten 10%.

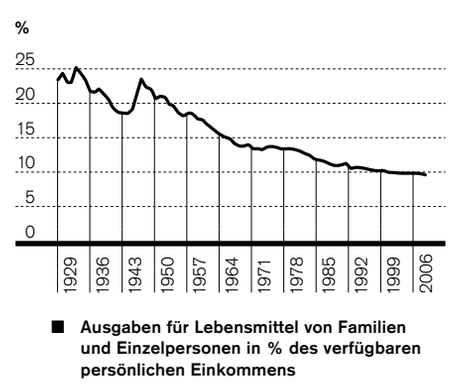
Quelle: Credit Suisse, Studie zum Konsumklima in China



03_Anteil US-Lebensmittelausgaben am Einkommen

Der Anteil der Lebensmittelausgaben am US-BIP lag im letzten Jahrhundert deutlich höher.

Quelle: US-Landwirtschaftsministerium



liche Bevölkerung zu erreichen, der Aufbau von Kühlketten und Lagerhäusern erforderlich sein. Erfolgreiche Unternehmen gehen alle vier genannten Parameter in einem integrierten Ansatz gleichzeitig an.

Konsumenten werden anspruchsvoller

In Bezug auf Lebensmittel geht es Konsumenten mit sehr niedrigen Einkommen zunächst hauptsächlich darum, ihren Lebensunterhalt zu sichern und Grundbedürfnisse zu befriedigen. Wenn dann die Wirtschaft eines Schwellenlandes wächst und sich weiterentwickelt, nimmt die relative Bedeutung von Convenience und guter Ernährung zu. So ist Babynahrung in vielen Schwellenländern derzeit eine stark wachsende Produktsparte.

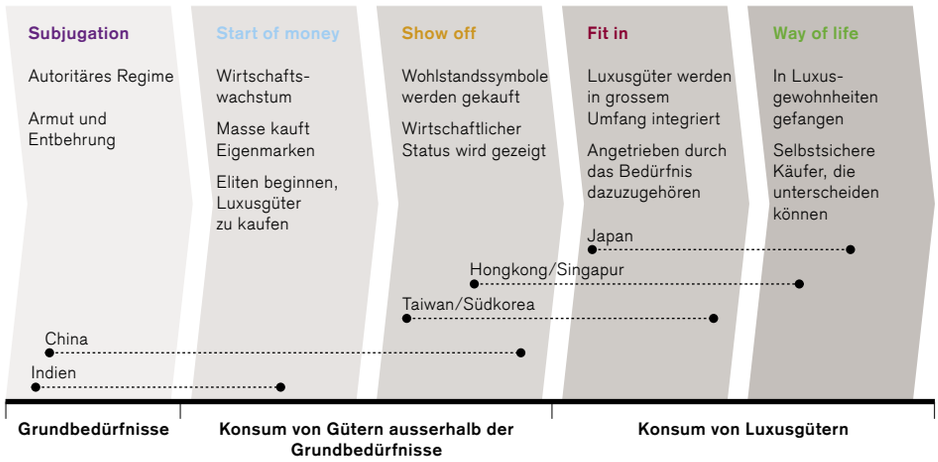
Im Vergleich zu Lebensmitteln haben Getränke zwar eher den Charakter von Nichtbasiskonsumgütern, und tatsächlich war hier in der letzten Rezession ein Wechsel zu weniger hochwertigen Produkten (Trading-down) zu beobachten. Trotzdem glauben wir, dass der strukturelle Trend des Trading-up von lokalen Spirituosen und Massenbier hin zu Premium-Bier und später zu internationalen Spirituosenmarken und Wein intakt ist. Bei den Haushalts- und Körperpflegeprodukten geht es für Kunden aus armen Schichten hauptsächlich um grundlegende Hygiene und damit um Basisprodukte wie Seife, Zahnpasta oder Cremes. In einem späteren Stadium **(vgl. Abb. 4)** wird auch Kosmetik bezahlbar, sodass sich das Interesse auf Produkte richtet, die von grossen internationalen Unternehmen der Branche schon in Schwellenländern angeboten werden.

Für Tabakunternehmen sind die Schwellenländer weiterhin die wichtigste Quelle für reales Volumenwachstum. Während das regulatorische Umfeld in den Industrienationen immer schwieriger wird, nimmt der Zigarettenkonsum in den Schwellenländern weiter zu, und die Kunden wechseln von lokalen zu internationalen Marken; beides schafft Möglichkeiten für höhere Gewinne.

Die Nachfrage nach Luxusgütern und hochwertigen Autos schliesslich entsteht typischerweise im letzten Stadium der Entwicklung zu einer relativ weit fortgeschrittenen Marktwirtschaft in einem Schwellenland. Nach unserer Schätzung wird der Konsum von edlen Markenprodukten dann zum Teil des Lebensstils, wenn das im Durchschnitt verfügbare Einkommen den Wert von etwa 7000 Dollar übersteigt. Wenn das Einkommen noch weiter zunimmt, ergeben sich zusätzliche Möglichkeiten für den Verkauf von noch höherwertigen Produkten. –

04_Wirtschaftliche Entwicklungsphasen eines Schwellenlandes

Nach einer durch akute Armut geprägten Phase erreichen Konsumenten ein Stadium, in dem sie sich erste Luxusgüter leisten können. In dem Masse, in dem ihr Wohlstand wächst, durchlaufen sie die «Show off»- und die «Fit in»-Phase, bis schliesslich Luxusgüter zum festen Bestandteil ihres Lebensstils werden. **Quelle: Radha Chadha und Paul Husband, Credit Suisse**



05_Anteil der Lebensmittelausgaben am verfügbaren Einkommen (2007)

In weniger entwickelten Schwellenländern geben Privathaushalte 30% bis 50% ihres Einkommens für Lebensmittel aus (Industrieländer: ca. 10%).

Quelle: US-Landwirtschaftsministerium, Datastream, Uno und Euromonitor, Credit Suisse

Industrieländer	%
Australien	9.6
Österreich	9.1
Belgien	10.9
Kanada	8.4
Dänemark	9.9
Finnland	11.9
Frankreich	11.2
Deutschland	9.0
Griechenland	14.4
Irland	6.4
Italien	12.8
Japan	12.3
Niederlande	10.2
Neuseeland	13.2
Norwegen	10.9
Portugal	14.4
Spanien	12.9
Schweden	11.5
Schweiz	8.3
Grossbritannien	7.5
USA	9.7

Schwellenländer	%
Brasilien	23.4
Chile	21.2
China	21.0
Kolumbien	22.9
Tschechische Republik	15.0
Ägypten	30.4
Ungarn	16.4
Indien	25.0
Indonesien	38.3
Israel	13.2
Malaysia	10.0
Mexiko	21.1
Marokko	35.0
Peru	24.4
Philippinen	44.0
Polen	19.7
Russland	22.8
Südafrika	27.9
Taiwan	20.2
Thailand	19.7
Türkei	18.8

Sonstige Länder	%
Aserbaidschan	73.9
Weissrussland	36.9
Estland	18.4
Iran (Islamische Republik)	23.0

Foto: Mathias Hofstetter

Wege zur Diversifikation im Jahr 2010

In den integrierten Finanzmärkten unserer Zeit kann es schwierig sein, Anlageklassen zu finden, die nicht in gleicher Weise auf Marktereignisse reagieren. Dennoch gibt es einige Anlagen, die eine geringe oder inverse Sensibilität gegenüber dem Konjunkturzyklus aufweisen und folglich das höchste Diversifikationspotenzial bieten.

Unkorrelierte Vermögenswerte

Im Zuge der Finanzkrise stiegen die Korrelationen zwischen risikoreichen Anlagen auf aussergewöhnlich hohe Niveaus. In diesem Umfeld wurden die Grenzen der traditionellen Portfoliodiversifizierung mehr als deutlich. Doch Anlageklassen mit geringer oder negativer Korrelation zu Aktien zu finden, ist nicht einfach.

Cédric Spahr, CFA, CAIA
Head of Alternative Investment Research
cedric.spahr@credit-suisse.com
+41 44 333 96 48

Reto Meneghetti, CAIA
Research Analyst
reto.meneghetti@credit-suisse.com
+41 44 334 12 93

2

Oft sind entsprechende Vermögenswerte illiquide und werden nur begrenzt von Konjunkturzyklen beeinflusst. Das Grundprinzip bei der Portfoliodiversifizierung und der Risikoreduzierung besteht darin, Anlageklassen zu kombinieren, die eine geringe oder gar negative Korrelation aufweisen. So würden fallende Aktienkurse durch Kursgewinne bei Staatsanleihen, Immobilien oder Hedge-Fonds ausgeglichen. Doch das ist Theorie. Die Finanzkrise 2008 hat uns gelehrt, dass eine angemessene Diversifizierung während eines Markteinbruchs schwierig ist. Das liegt daran, dass herkömmliche Marktzusammenhänge und etablierte Modelle nicht mehr gelten oder funktionieren während einer Krise. In den Jahren 2008 und 2009 war ein starker Anstieg der Korrelationen zwischen verschiedenen Märkten zu beobachten, wodurch die positiven Effekte der traditionellen Portfoliodiversifizierung grösstenteils verpufften. So resultierte der erzwungene Abbau des Hebeleffektes (Deleveraging) zusammen mit Mittelabflüssen bei Hedge-Fonds in einer höheren Korrelation zu Aktien. Auch in den letzten 18 Monaten verharrten die Korrelationen zwischen Aktien, Hochzinsanleihen, Rohstoffen, börsennotierten Immobilienwerten, Schwellenländeraktien und Anleihen auf hohem Niveau. Demgegenüber war die Korrelation von Aktien zu Staatsanleihen negativ und gegenüber inflationsgeschützten Anleihen lag sie bei null. Ausserdem entwickelten sich Gold und Aktien unabhängig voneinander. Und auch mit Investment-Grade-Anleihen und Insurance-linked Strategies (ILS) hätten Anleger Diversifizierungsvorteile erzielen können, wenn auch in eher geringem Ausmass.

«Mit Holz und Ackerland investiert man gemäss den Megatrends Nachhaltigkeit und Demografie in die langfristige Knappheit von Wald und landwirtschaftlichen Nutzflächen.»
Cédric Spahr

Die Suche nach unkorrelierten Anlageklassen bleibt mit Problemen behaftet, was auf die zunehmende Integration der Finanzmärkte zurückzuführen ist. Aus fundamentaler Sicht bestehen fünf wesentliche Quellen der Portfoliodiversifizierung: 1) Risikoprämien, die sich während eines Konjunkturzyklus entgegengesetzt entwickeln. Dies ist der treibende Faktor für die negative/niedrige Korrelation zwischen Staatsanleihen und Aktien; 2) Renditequellen, die weitgehend unabhängig vom Konjunkturzyklus sind, z.B. Anlagen in Holz oder ILS; 3) Handelsstrategien, die üblicherweise mittelstark mit anderen korrelieren, was z.B. bei Hedge-Fonds der Fall ist; 4) auf makroökonomischen Signalen basierende Sektorrotationsstrategien, die bei Änderungen der Korrelationen zwischen defensiven und zyklischen Aktienmarktsegmenten nützlich sein können, jedoch überwacht werden müssen; ein Beispiel hierfür ist unsere Konjunkturuhr; 5) illiquide Anlagen, die in der Regel niedrige Korrelationen zu anderen Vermögenswerten aufweisen, was weniger an der Art dieser Instrumente als an den geringen Handelsvolumina liegt. Die Mehrzahl der alternativen Anlagen (Hedge-Fonds, Private Equity, direkte Immobilieninvestitionen, Holzinvestments) fallen unter diese Kategorie.

Einige Arten von Instrumenten, die sich am besten zur Portfoliodiversifizierung eignen, sind bekannt, während andere nach wie vor als Nischenprodukte gelten. Mehrere davon stellen wir nachfolgend vor.

Insurance-linked Strategies

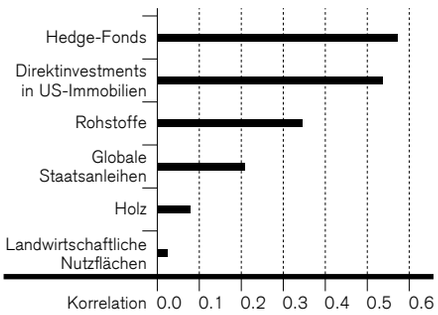
Mit Insurance-linked Strategies (ILS) werden Rückversicherungsprämien für die Deckung des Risikos von Naturkatastrophen vereinnahmt. Da die Erlöse von der Höhe der Versicherungsprämien und vom Auftreten von Naturkatastrophen abhängig sind, ist die Rendite relativ unabhängig vom Konjunkturzyklus. Die maximale Rendite ist zu Beginn der Anlageperiode bekannt und reduziert sich nur dann, wenn Versicherungsleistungen fällig werden. Das langfristige Renditepotenzial von ILS hängt eng zusammen mit dem Wachstum des globalen Rückversicherungsmarkts und der relativen Knappheit von Risikokapital zur Deckung von Versicherungsrisiken. Die Anleger sollten sich stets bewusst sein, dass ILS-Investments trotz ihrer niedrigen Korrelation zu Aktien und Anleihen auch Nachteile haben: Hierzu gehören vor allem die Illiquidität dieser Instrumente sowie ihre extremen Verlustrisiken in Jahren, in denen mehrere Naturkatastrophen auftreten.

Ackerland und Holz

Anlagen in Holz und Ackerland sind illiquide und bei beiden resultiert ein erheblicher Teil der Renditen aus biologischem Wachstum. Holz hat den zusätzlichen Vorteil, die Auswirkungen von Rezessionen zu mildern, >

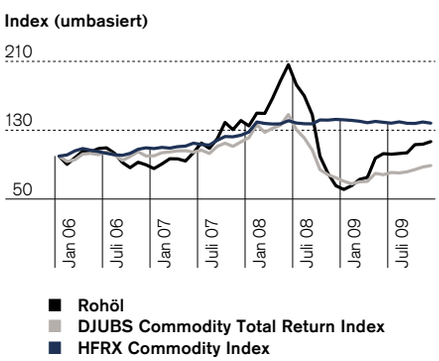
01_Korrelation zu globalen Aktien (1994–2009)

Portfoliodiversifizierung und Risikoreduzierung erfolgen durch die Auswahl von Anlageklassen, die nur eine geringe Korrelation zueinander aufweisen. **Quelle: Credit Suisse**



02_Index (umbasiert)

Rohstoff-Hedge-Fonds boten Schutz vor Verlusten, indem sie aktiv mit Rohstoffen handelten, als die Preise im 2. Halbjahr 2008 einbrachen. **Quelle: Bloomberg, Credit Suisse**



da in solchen Phasen weniger Bäume gefällt werden. Folglich steigt ihr Wert, da grössere Bäume zur Möbelherstellung sowie als Bauholz begehrt sind und teurer verkauft werden können. Mit Holz und Ackerland investiert man gemäss den Megatrends Nachhaltigkeit und Demografie in die langfristige Knappheit von Waldgebieten und landwirtschaftlichen Nutzflächen. Nach der Korrektur der Land- und Holzpreise 2008 bis 2009 bietet sich ein günstiger Zeitpunkt, als Portfoliobeimischung in Holz und Ackerland zu investieren. Das langfristige Renditepotenzial ist attraktiv und beläuft sich auf jährlich 6 bis 12% für Holz bzw. 8 bis 20% für landwirtschaftliche Nutzflächen, abhängig von Risikoprofil und Lage.

Gezielte Hedge-Fonds-Strategien

Viele der von Hedge-Fonds-Managern verfolgten Strategien bieten Renditequellen mit mässiger bis niedriger Korrelation. Bei Marktverwerfungen entwickeln sich z.B. Global-Macro- und Managed-Futures-Fonds in der Regel gut und bieten eine Diversifizierung, wenn sie am dringendsten nötig ist. Darüber hinaus können auch andere Teilstrategien Renditequellen mit niedriger Korrelation bieten, z.B. Energie- und Stromhandel.

Die Entwicklung von Long-Only-Rohstoffindizes ist eng mit dem Konjunkturzyklus verknüpft und folgte 2008 sowie 2009 relativ genau den Aktienmärkten. Das gleiche Muster war während der Aktienmarktkorrektur im Januar 2010 zu beobachten. Allerdings sind Rohstoff-Hedge-Fonds selbst in diesem Marktumfeld in der Lage, positive absolute Renditen zu erwirtschaften **(vgl. Abb. 2)**. Neben den gängigen Rohstoffen wie Öl und Industriemetallen handeln Hedge-Fonds-Manager auch mit exotischeren Werten wie Strom und CO_2-Emissionszertifikaten. In solchen Nischenmärkten finden sie ein weites Betätigungsfeld, um Renditen zu generieren, die wenig mit Aktien oder Anleihen korrelieren (Alpha). Die Deregulierung der europäischen Strommärkte und der aktive Stromhandel in den USA bieten den Branchenexperten gute Möglichkeiten, durch unterschiedliche Handelsstrategien von den grossen Preisineffizienzen zu profitieren.

Der Schlüsselfaktor für unkorrelierte Renditen liegt in der Natur des zugrunde liegenden Rohstoffs, also des Stroms, begründet. Sein einzigartiges Merkmal besteht darin, dass er nicht speicherbar ist. Daraus resultieren nicht nur umfassende Handelsmöglichkeiten, sondern teilweise auch extreme Marktverzerrungen mit einer Volatilität von bis zu 400%. Die zwei wesentlichen Faktoren mit Einfluss auf die Strompreise sind das verfügbare Angebot (Erzeugungskapazität) und das Nachfrageniveau. Da beide weitgehend von lokalen Bedingungen bestimmt werden, weist Strom die niedrigste Korrelation im Energiebereich auf. Stromhändler können direktionale oder auch Arbitrage-Positionen in unterschiedlichen Lieferkontrakten eingehen, die auf der Region, dem Lieferdatum oder der zugrunde liegenden Energiequelle basieren. Der Schlüssel zum Erfolg liegt dabei in der detaillierten Kenntnis der konkreten Begebenheiten wie der Energieinfrastruktur vor Ort sowie im Verständnis des Verhaltens der bedeutenden Marktteilnehmer, wie z.B. der Versorgungsunternehmen.

Portfoliodiversifizierung für 2010

Um eine gute Diversifizierung seines Portfolios zu erreichen, wird ein Anleger voraussichtlich auch solche Vermögenswerte halten müssen, die illiquide sind oder in der aktuellen Konjunkturphase nur begrenztes Renditepotenzial bieten. Dies trifft gegenwärtig auf Staats- und inflationsgeschützte Anleihen zu. Die folgenden Anlageklassen weisen eine niedrige bis mittlere Korrelation auf und könnten 2010 zur Diversifizierung eines Portfolios eingesetzt werden: 1) Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating sind nur gering korreliert und dürften sich im nächsten Jahr ordentlich entwickeln; 2) illiquide alternative Anlagen, deren Renditequellen kaum vom Konjunkturzyklus abhängen, z.B. Insurance-linked Strategies (ILS) oder Investments in Holz; 3) Hedge-Fonds, da deren Handelsstrategien in der Regel für mittlere Korrelationsniveaus sorgen; 4) Mikrofinanzanlagevehikel sind zwar nicht völlig losgelöst von der globalen Konjunktur- und Zinsentwicklung, haben in der Vergangenheit aber vergleichsweise stabile Renditen erzielt und sind nur in geringem Masse mit anderen Anlageklassen korreliert – das robuste Wachstum der Schwellenländer dürfte 2010 für eine steigende Nachfrage nach Mikrofinanzlösungen sorgen; und 5) direkte Immobilienanlagen sind zwar illiquide, verfügen aber in der Regel über ein gewisses Diversifizierungspotenzial. Derzeit sind sie ausserdem attraktiv bewertet.

Das höchste Diversifizierungspotenzial bieten unseres Erachtens Anlageklassen wie Staatsanleihen, ILS und Holz, die sich weitgehend unabhängig vom Konjunkturzyklus oder im umgekehrten Verhältnis dazu entwickeln. Bei stabilen Marktbedingungen bieten auch Hedge-Fonds in der Regel gewisse Diversifizierungsvorteile. –

M&A-Aktivität beeinflusst Aktien und Anleihen

Die Aufhellung des Geschäftsklimas und robuste Unternehmensbilanzen ebnen den Weg für eine Belebung der «Mergers and Acquisitions»-Aktivitäten. Dies könnte insbesondere für Aktionäre mit Beteiligungen an Übernahmezielen positiv sein, birgt aber auch ein erhöhtes Ereignisrisiko für Anleiheninhaber.

Paul Danis, CFA
Equity Research Analyst
paul.danis@credit-suisse.com
+44 207 883 24 58

Louis Landeman
Credit Research Analyst
louis.landeman@credit-suisse.com
+41 44 333 54 25

3

Fusions- und Übernahmeaktivitäten (M&A) flauten während der Kreditkrise markant ab, haben sich nun aber zu erholen begonnen. Zwar ist eine Wiederholung des Booms Ende der 1990er-Jahre unwahrscheinlich, aber unseres Erachtens sind die Voraussetzungen für eine deutliche Belebung des M&A-Geschehens gegeben.

Nichtfinanzunternehmen verhalten sich seit dem Platzen der Technologieblase ziemlich konservativ und stehen damit im Gegensatz zum Bankensektor, der hohe Risiken einging. Nach Ausbruch der Kreditkrise wurde der Nichtfinanzsektor noch vorsichtiger. Investitionspläne wurden auf Eis gelegt und die Lohnkosten reduziert. Derweil trugen beispiellose fiskalische und geldpolitische Anreize zu einer sinkenden Steuerbelastung und niedrigeren Zinsaufwendungen bei. Vor diesem Hintergrund behaupteten sich die Gewinnmargen der Unternehmen relativ gut. Der springende Punkt ist, dass Industrieunternehmen umfangreiche liquide Mittel angehäuft haben. In den USA liegt das Verhältnis Liquidität/Bilanzsumme ausserhalb des Finanzsektors im Bereich des Allzeithochs, was den Unternehmen Akquisitionen erlaubt. Unabhängig von seinen Liquiditätsreserven wird ein Unternehmen einen Konkurrenten natürlich nur dann übernehmen wollen, wenn es von seiner Investition eine akzeptable Rendite erwartet. In diesem Kontext ist das Geschäftsklima entscheidend.

«Die erhöhte Fremdkapitalisierung, die mit M&A einhergeht, kann die Kreditrisikoprämien und die Anleihenkurse beeinträchtigen.»
Louis Landeman

In früheren Zyklen nahm die M&A-Aktivität nach einer Verbesserung des Geschäftsklimas zu, wenn auch mit einer gewissen Verzögerung.

Markante Erholung der Stimmung

Der auf einer Umfrage des Conference Board unter CEOs beruhende Index der Geschäftsbedingungen in sechs Monaten stieg jüngst auf ein neues Zyklushoch **(vgl. Abb. 1)**. Aufgrund früherer Erfahrungen sollte auf diese Zunahme eine Belebung der M&A-Aktivitäten folgen. Wir rechnen darüber hinaus mit einem soliden Geschäftsklima in den kommenden Monaten. Hierfür ausschlaggebend ist unsere Einschätzung, wonach wir am Beginn eines soliden Ertragszyklus stehen. Eine Gewinnerholung sollte Cash in die Unternehmenskassen spülen und den Vertrauensindikator der CEOs stärken.

Für ein unterstützendes Geschäftsklima spricht auch die Aktienmarktvolatilität. Diese schnellte während der Kreditkrise nach oben, ist aber seither wieder gefallen. Ein Volatilitätsrückgang lässt die Risikobereitschaft steigen. Wir rechnen daher damit, dass die Spitzenmanager zunehmend vom bisherigen «Horten» abrücken und nach Möglichkeiten suchen werden, ihre liquiden Mittel zu investieren. Der Übernahmepreis ist für die Beurteilung der M&A-Perspektiven ebenfalls entscheidend. Bewertungsverhältnisse wie Kurs/Gewinn und Kurs/Cashflow sind nützlich, um zu beurteilen, ob ein Akquisitionsziel billig oder teuer ist. Die äusserst niedrigen Bewertungen von Anfang 2009 sind Vergangenheit, haben die Kurse doch seitdem angezogen. Dennoch ist der Markt gemäss unserer Einschätzung noch nicht teuer, sondern insgesamt eher günstig bis neutral bewertet.

Um das vorhandene Wertschöpfungspotenzial – und damit die Attraktivität einer Akquisition – abzuschätzen, sind auch die Finanzierungskosten zu berücksichtigen. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass die Renditen von Unternehmensanleihen markant gefallen sind. Die Differenz zwischen der für die nächsten zwölf Monate prognostizierten Gewinnrendite des globalen Aktienmarkts und der Rendite des Gesamtanleihenmarkts notiert daher im Bereich ihres Allzeithochs. In Bezug auf M&A impliziert dies, dass die Marge, mit welcher der prognostizierte Ertragsstrom eines Übernahmeziels die Finanzierungskosten der Akquisition deckt, historisch hoch ist. **(vgl. Abb. 2)**. Diese hohe Renditedifferenz liefert starke M&A-Anreize.

Aktionäre profitieren in der Regel von M&A

Eine Belebung des M&A-Geschehens betrifft Aktionäre in verschiedenster Hinsicht. Unter dem Strich profitieren sie von einer Zunahme der M&A-Aktivität. Dies überrascht nicht, zeigt doch die Erfahrung, dass Zusammenschlüsse Synergien und Effizienzgewinne zur Folge haben können. Zudem werden leistungsmässig ungenügende Manager eines übernommenen Unternehmens oft durch fähigere Führungskräfte ersetzt. Gemäss einer Studie von McKinsey[1] für den Zeitraum 1997 bis Ende 2009 erhöhte sich die kombinierte Marktkapitalisierung des Zielunternehmens und des >

[1] McKinsey on Finance, Nummer 34, Winter 2010

Foto: Mathias Hofstetter

Eine weitere Fusionswelle?

Nachdem die Kreditkrise das Fusions- und Übernahmegeschehen während langer Zeit gedämpft hat, ist nun infolge des sich aufhellenden Geschäftsklimas und der hohen Liquiditätspositionen der Unternehmen mit einer Belebung zu rechnen. Dies kann sowohl für Aktionäre als auch Anleiheninhaber weitreichende Konsequenzen haben.

Käufers (bereinigt um Marktbewegungen) in den zwei Tagen vor und nach der Ankündigung des Zusammenschlusses um durchschnittlich 4.0%. Indes sind diese nach einer Transaktion typischen Zugewinne ungleich verteilt: Die Aktionäre des Zielunternehmens profitieren praktisch immer von einem beträchtlichen und unmittelbaren Kursanstieg (durchschnittlich 9.8%), während die Aktionäre des akquirierenden Unternehmens oft das Nachsehen haben (durchschnittlich –5.8%).

Vor diesem Hintergrund und unter der Voraussetzung, dass wir mit unserer Prognose einer Belebung der M&A-Aktivität richtig liegen, dürfte aus Anlegersicht insbesondere die Aktienauswahl (Stock Picking) an Bedeutung gewinnen. Derweil dürfte die allgemeine Markthausse, von der alle Titel profitieren, an Schwung verlieren. Damit wird es in den meisten Sektoren auf kurze Sicht Gewinner und Verlierer geben. Das Investmentbanking ist der einzige Sektor, in dem alle Aktionäre (wegen steigender Beratungsgebühren) von einer Zunahme der M&A-Aktivität profitieren würden. Die zwei Aktiensektoren, für die wir mit einem überdurchschnittlichen Transaktionsgeschehen rechnen, sind Technologie und Gesundheit. Unter den zehn Hauptsektoren rangieren diese beiden Branchen in Bezug auf die prognostizierten freien Cashflow-Renditen weit vorne bzw. in Bezug auf ihre Verschuldung weit hinten. Im Gesundheitssektor bestehen für Pharmafirmen zudem Anreize, wegen der Vielzahl auslaufender Patente externes Umsatzwachstum hinzuzukaufen.

Implikationen für Anleihenanleger

Die erhöhte Fremdkapitalisierung, die mit M&A einhergeht, kann die Kreditrisikoprämien und die Anleihenkurse beeinträchtigen. Eine Zunahme der M&A-Aktivitäten ist damit auch für Anleihenanleger von Bedeutung. Angesichts der Erholung des M&A-Geschehens rechnen wir damit, dass Ereignisrisiken für Bondinhaber 2010 wieder vermehrt in den Vordergrund treten werden.

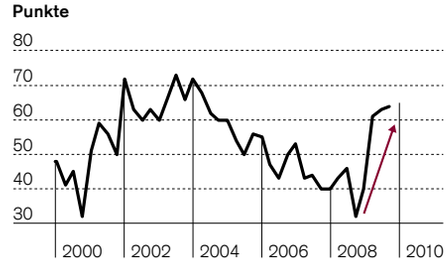
Positiv ist in diesem Kontext, dass die meisten Investment-Grade-Unternehmen in unserer Berichterstattung den Konjunkturabschwung – dank substanzieller Kostensenkungen – gut verkraftet haben. Vor dem Hintergrund einer sich beschleunigenden Wirtschaftserholung sowie steigender Umsätze und Gewinne sollte sich dies günstig auf die Bonität auswirken. Dank einem wieder einfacheren Zugang zu den Kapitalmärkten und sich verbessernder wirtschaftlicher Fundamentalfaktoren sollten 2010 auch die Ausfallquoten zurückgehen. Gleichzeitig besteht 2010 aber weniger Spielraum für positive Renditen von Unternehmensanleihen, da die Kreditrisikoprämien von ihren Höchstwerten von Anfang 2009 dramatisch gefallen sind. Da die Spreads der Bonität der zugrunde liegenden Papiere nun besser entsprechen, wird ein weiterer Rückgang bessere Fundamentaldaten voraussetzen. Ähnlich wie bei den Aktien, wo das Stock Picking für die Performance wichtiger wird, sollte unserer Auffassung nach die Auswahl der einzelnen Anleihen künftig eine grössere Rolle für die Wertentwicklung spielen.

Das höchste Risiko für negative Rating-Schritte infolge von M&A bergen Unternehmen, die hinsichtlich Gewinnentwicklung und Finanzierung anfällig sind und im Rahmen ihrer Ratings über wenig Spielraum für zusätzliches Leverage verfügen. Allgemein entsprechen unseres Erachtens die Fremdfinanzierungsquoten der Unternehmen mehr oder weniger ihren aktuellen Ratings, obschon einige (vor allem in den Sektoren Automobil, Einzelhandel und Telekom) eine gewisse Reduktion ihrer Schulden und/oder eine Verbesserung ihrer Cashflows realisieren müssten, um eine Herabstufung zu vermeiden. Aus Sektorsicht sind die höchsten Leverage-Werte für ein bestimmtes Rating üblicherweise in der Versorgungs- und der Telekombranche zu finden. Dies lässt sich zwar mit dem allgemein niedrigeren Geschäftsrisiko in diesen Sektoren erklären, es signalisiert aber auch einen beschränkten finanziellen Spielraum für eine zusätzliche Fremdkapitalaufnahme im Rahmen der Bonitätsstufe. Im Gegensatz dazu weisen Öl- und Gas- sowie Pharmaunternehmen eher ein moderates Leverage auf. Dies bedeutet, dass diese Firmen innerhalb ihrer aktuellen Ratings über mehr finanziellen Spielraum verfügen sollten.

In unseren Augen ist 2010 das Risiko negativer Rating-Schritte und/oder steigender Kreditrisikoprämien infolge von M&A-Aktivitäten in den Branchen Automobil, Pharma und Telekom am höchsten **(vgl. Abb. 3)**. Neben M&A-bedingten Rückstufungsrisiken könnten gewisse Unternehmen mit (positiven oder negativen) Rating-Anpassungen infolge einer Übernahme durch einen Konkurrenten betroffen sein. Weil die Marktbedingungen für Leveraged Buy-outs (tendenziell am negativsten für Anleiheninhaber) schwierig bleiben, sollten entsprechende Ereignisrisiken nach unserer Einschätzung aber zu keiner grösseren Bonitätsverschlechterung führen. Angesichts der zunehmenden M&A-Aktivitäten empfehlen wir Anleihenanlegern aber dennoch, die Schutzklauseln gegen Übernahmen in den Vertragsbedingungen zu überprüfen. –

01_Deutlich zuversichtlichere CEOs

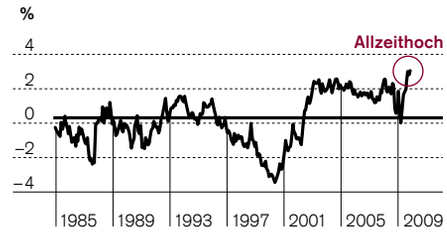
Die Stimmungsverbesserung in den Führungsetagen sollte eine Zunahme der M&A-Aktivität bewirken. **Quelle: Credit Suisse, The Conference Board**



■ **CEO Vertrauensindikator**

02_Bewertungen und Renditen unterstützen M&A

Günstig bewertete Zielunternehmen und attraktive Finanzierungsbedingungen sorgen für ein fruchtbares M&A-Umfeld.
Quelle: Credit Suisse, The Conference Board



■ **S&P 500 Forward EPS Rendite minus aggregierte Rendite von Unternehmensbonds**

03_M&A-Bondrisikomonitor

Unternehmen mit stark anfälliger Gewinnentwicklung und Finanzierung bergen das höchste Risiko. **Quelle: Credit Suisse**

Sektor	M&A-Risiko
Automobil	Mittel/hoch
Versorgung	Tief/mittel
Öl und Gas	Mittel
Gesundheit	Mittel/hoch
Einzelhandel	Tief
Industrie/Chemie	Tief
Nahrungsmittel und Getränke	Tief/mittel
Körperpflege- und Haushaltsprodukte	Hoch
Telekom/Technologie	Mittel/hoch

Globaler Markt für Gewerbeimmobilien

Das Jahr 2010 könnte einen Wendepunkt für globale Direktanlagen in Gewerbeimmobilien markieren. Die Bewertungen scheinen allgemein attraktiv und die Mieterträge sollten steigen. Wir empfehlen dennoch, hinsichtlich der Regionen und der einzelnen Objekte selektiv vorzugehen.

Martin Bernhard
Global Real Estate Analyst
martin.bernhard@credit-suisse.com
+41 44 334 83 22

Karim Cherif
Global Real Estate Analyst
karim.cherif@credit-suisse.com
+41 44 332 78 49

4

Eine prägende Eigenschaft von Direktanlagen in Gewerbeimmobilien ist ihre Zyklusabhängigkeit. Die Gesamtrendite einer Immobilienanlage ergibt sich aus den Mieteinkünften und dem Anstieg des Kapitalwerts. Gemäss wissenschaftlichen Untersuchungen steigt der Kapitalwert von Gewerbeimmobilien auf lange Sicht nur wenig stärker als die Inflation, sodass der Mietertrag als hauptsächliche Renditequelle verbleibt. Auf mittlere Sicht können die Preisausschläge beträchtlich sein. In den USA fielen die realen Preise für Gewerbeimmobilien zwischen 1985 und 1995 beispielsweise um rund 40%. Danach verzeichneten sie bis 2007 beinahe eine Verdoppelung und sind seitdem wieder um 40% eingebrochen. Dem Timing eines neuen Investments kommt damit grosse Bedeutung zu, und unseres Erachtens zeichnen sich nun weltweit attraktive Einstiegschancen ab. Die Kapitalwerte haben an vielen der weltweiten Märkte für Gewerbeimmobilien die Talsohle erreicht oder sie durchlaufen zurzeit eine Bodenbildung. Des Weiteren scheinen die Bewertungen in diesem Segment im Vergleich zu anderen Anlageklassen allgemein günstig **(vgl. Abb. 1)**. Die globalen Transaktionsvolumen begannen sich im 2. Halbjahr 2009 zu erholen, wobei der Grossraum Asien-Pazifik eine Vorreiterrolle einnahm, während die Erholung in den USA verzögert einsetzte.

Rückläufige Mieteinkünfte infolge fallender Mieten und steigender Leerbestände geben weiterhin Anlass zur Sorge. Angesichts der kontinuierlichen Verbesserung des Konjunkturumfelds glauben wir aber, dass die Mieterträge im 2. Halbjahr 2010 an den meisten Märkten die Talsohle durchschreiten sollten. Für einen Wiedereinstieg in den Markt eine Bodenbildung der Mieten abzuwarten, hat sich zudem in der Vergangenheit als suboptimale Strategie erwiesen. Die Gesamtrenditen drehen deutlich früher ins Plus, als die Mieten einen Boden finden, weil die Mietrenditen immer positiv sind und negative Trends im Mietgeschäft kompensieren können, insbesondere in Zeiten hoher Ankaufsrenditen von Mietobjekten, wie dies gegenwärtig der Fall ist.

«Gewerbeimmobilien scheinen im Vergleich zu anderen Anlageklassen allgemein ansprechend bewertet.»
Martin Bernhard

Die traditionellen Vorteile von Direktanlagen in Gewerbeimmobilien – wie z. B. ihre üblicherweise geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen, ihre schwergewichtig auf Mieteinkünften basierende Rendite oder der von ihnen gebotene partielle Inflationsschutz – dürften ebenfalls gewisse Anleger anziehen. Die Eigenschaft der Inflationsabsicherung hat jüngst wieder an Bedeutung gewonnen, weil niedrige Zinsen, steigende staatliche Schuldenlasten und der vermehrte Rückgriff auf quantitative Lockerungsmassnahmen durch die weltweiten Zentralbanken Inflationsbefürchtungen schüren. Die Mieten für Gewerbeimmobilien sind beispielsweise oft über eine direkte Indexierung mit den Konsumentenpreisen an die Inflation gekoppelt.

Die Erholung an den globalen Gewerbeimmobilienmärkten sollte 2010 zwar an Breite gewinnen, die Risiken sind damit aber nicht vom Tisch. Gemäss RCA, einem globalen Marktforschungsunternehmen im Immobiliensektor, beläuft sich beispielsweise der Wert angeschlagener Immobilien und Immobiliengesellschaften weltweit auf über 330 Milliarden US-Dollar. Rund die Hälfte davon geht auf das Konto der USA.

Unterschiedliche regionale Perspektiven

Mit Blick auf die einzelnen Sektoren generieren Einzelhandelsobjekte in der Frühphase einer Konjunkturerholung tendenziell höhere Gesamtrenditen als Büronutzflächen. Dies erklärt sich durch den vorlaufenden Charakter des Konsums und den nachlaufenden Charakter der Beschäftigung. Während der Konsum üblicherweise früh anzieht, werden neue Arbeitsplätze tendenziell erst wieder gegen Ende eines Wirtschaftsaufschwungs geschaffen. Ein Zugewinn an Arbeitsplätzen ist der wichtigste Faktor für die Belegung neuer Büronutzflächen. Im laufenden Zyklus dürften indes die Märkte für Einzelhandelsobjekte in gewissen Industrieländern wegen struktureller Anpassungen – wie z. B. des Entschuldungsprozesses der Konsumenten in den USA und in Grossbritannien – eine zögerlichere Erholung durchlaufen.

In den westlichen Industrieländern favorisieren wir weiterhin ausgewählte europäische Märkte, deren Immobilienzyklus bereits weiter fortgeschritten ist, also etwa Frankreich (Einzelhandels- und Büroobjekte) und Grossbritannien (Büros). Insbesondere der Londoner Markt für Büroimmobilien an bester Lage profitiert von einer starken Investmentnachfrage und über Erwarten robusten

Inhabermärkten. In Grossbritannien schnellten die Gesamtrenditen von Büroobjekten im Dezember 2009 auf die höchsten Werte seit mehr als 20 Jahren, haben aber seitdem wieder etwas nachgegeben. Die Erholung in Grossbritannien dürfte sich angesichts der zunehmend grosszügigeren Bewertungen weiter verlangsamen. Derweil sollten die USA, wo der Gewerbeimmobilienzyklus noch weniger weit fortgeschritten ist, an relativer Attraktivität gewinnen. Auf realer Basis notieren die Preise für US-Gewerbeobjekte nun wieder auf Niveaus, wie sie vor dem Platzen der Immobilienblase verzeichnet worden waren, und die Renditen für erstklassige Büronutzflächen nähern sich seit Kurzem auf ansprechendem Niveau ihrem Zenit. In nächster Zukunft ist allerdings mit einer erneuten Schwäche zu rechnen, zumal bei den Hypotheken für US-Gewerbeimmobilien weitere Refinanzierungsprobleme absehbar sind.

Die Gewerbeimmobilienmärkte in den Industrieländern Asiens haben von einer grosszügigen Liquidität und einer relativ starken Konjunkturerholung profitiert. Die Bewertungen an zahlreichen asiatischen Märkten sind bereits wieder eher hoch. Infolge starker Kapitalzuflüsse fielen die Renditen für erstklassige Büroobjekte in Hongkong auf eher dürftige 3%. Die Verfügbarkeit von Liquidität sollte sich künftig geringfügig verschlechtern, was nach unserer Auffassung das weitere Preispotenzial insbesondere in Hongkong beschränken dürfte. Positiv ist derweil zu vermerken, dass sich die Mietnachfrage in der gesamten Region erholt. Das Bild an der Beschäftigungsfront hellt sich schnell auf, was den Mietmärkten für Büro- und Einzelhandelsnutzflächen in Asien (ohne Japan) zugutekommt. Laut jüngsten Umfragen erhöhen die Arbeitgeber in Singapur, Hongkong und China ihre Erwartungen in Bezug auf Neueinstellungen derzeit rapide.

Dank positiven fundamentalen Einflussfaktoren (solides wirtschaftliches Potenzial, Demografie, Urbanisierung usw.) sollten die Gewerbeimmobilienmärkte in den Schwellenländern auf lange Sicht allgemein eine Outperformance zeigen **(vgl. Abb. 2)**. Kurzfristig sind die Büromärkte in gewissen Schwellenmärkten wie China und Indien indessen mit erhöhten angebotsseitigen Risiken konfrontiert. In Peking und Schanghai liegen die Leerstandsraten erstklassiger Büroimmobilien beispielsweise bereits im zweistelligen Prozentbereich, und der Bestand an Büronutzflächen dürfte bis Ende 2011 um weitere 15 bzw. 30% steigen. Die Neubelegungen von Büroflächen sind zwar hoch, reichen aber unter Umständen dennoch nicht aus, um das >

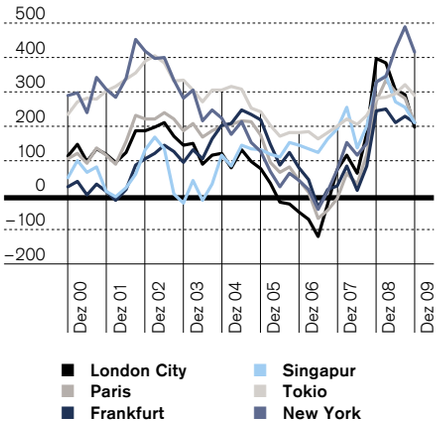
Foto: Mathias Hofstetter

Bei Immobilienanlagen ist das Timing entscheidend. Obschon weitere Schwächen in gewissen Regionen, wie z.B. den USA, wahrscheinlich sind, sehen wir attraktive Gelegenheiten für direkte oder indirekte Investments in Gewerbeobjekte in verschiedenen Regionen rund um den Erdball.

01_Renditen erstklassiger Büroobjekte weltweit attraktiv

Die Differenzen zwischen Ankaufsrenditen im Immobiliensektor und Staatsanleihenrenditen sind weltweit hoch, obschon sie den Zenit in den meisten Städten bereits überschritten haben. **Quelle: PMA, Credit Suisse/IDC**

Renditedifferenz zwischen erstklassigen Büroimmobilien und 10-jährigen Staatsanleihen (Basispunkte)

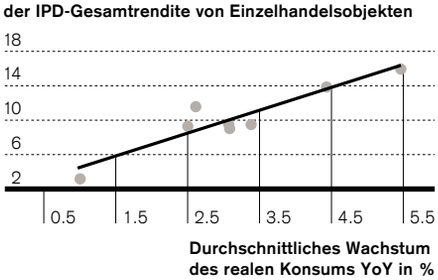


02_Langfristige Anlage in Schwellenmärkten

Stark positive Korrelation zwischen dem durchschnittlichen Wachstum des Privatverbrauchs in einem Land in den letzten 10–20 Jahren und den Gesamtrenditen entsprechender Einzelhandelsobjekte.

Quelle: Datastream, Credit Suisse

Langfristiger Jahresdurchschnitt der IPD-Gesamtrendite von Einzelhandelsobjekten



gesamte an den Markt gelangende Angebot aufzunehmen, was wiederum die Mieterträge unter Druck setzen würde. Brasilien ist zurzeit unser Favorit unter den Büromärkten in den Schwellenländer, weil das entsprechende Angebot dort relativ knapp ist.

Wie sich in Immobilien investieren lässt

In Immobilien lässt sich auf verschiedenste Arten investieren. Eine Anlage kann direkt oder indirekt erfolgen. Der Kauf einer Immobilie ist das offensichtlichste Beispiel für eine Direktanlage. Ein Investor kann auch ein direktes Immobilienengagement eingehen, indem er sich in Immobilienfonds engagiert, deren Portfolios aus direkten Immobilieninvestments bestehen. Öffentliche Immobilienfonds mit Direktanlagen in Gewerbeimmobilien sind zurzeit für Europa und die Schweiz verfügbar.

Indirekte Engagements werden meist mittels Immobilienaktieninstrumenten aufgebaut, also etwa mit Aktien von Immobiliengesellschaften, Real Estate Investment Trusts (REITs), in Immobilienaktien positionierten Anlagefonds oder börsenkotierten Fonds (ETFs) auf Immobilienaktienindizes. REITs sind Immobiliengesellschaften ähnlich, werden aber auf Unternehmensebene steuerlich bevorzugt. Im Gegenzug müssen sie zusätzliche Regulierungsvorschriften erfüllen. Insbesondere sind sie dazu verpflichtet, einen hohen Anteil ihres steuerbaren Einkommens (in den meisten Ländern 90%) als Dividenden auszuschütten. ETFs gibt es auf verschiedene regionale Immobilienaktienindizes (z. B. Asien und Grossbritannien) oder auf typenspezifische Indizes (z.B. einen Index renditestärkerer Immobilienaktien).

Diese verschiedenen Anlagemöglichkeiten weisen unterschiedliche Merkmale auf. Börsenkotierte Immobilienaktieninstrumente haben beispielsweise den Vorteil, dass sie relativ liquid gehandelt werden und für viele Anleger einfach zugänglich sind. Andererseits korrelieren sie mit den Gesamtaktienmärkten und reduzieren damit die Diversifikationsvorteile, die mit Immobilienanlagen in einem Portfolio einhergehen. Illiquidität ist eine typische Eigenschaft zahlreicher anderer Immobilieninvestments, wie z. B. von Direktkäufen oder von privatem Beteiligungskapital (Private Equity) im Immobiliensektor. In Bezug auf den Inflationsschutz vermögen Direktanlagen zu überzeugen, wogegen Immobilienaktien keine gute Absicherung gegen die Teuerung bieten.

Mit Blick auf die Bewertungen weisen nach unserer Einschätzung direkte Immobilienanlagen derzeit ein höheres Renditepotenzial auf als Immobilienaktien, weil Letztere die Erholung bis zu einem gewissen Grad bereits eingepreist haben. Oftmals antizipieren die Aktienmärkte die Entwicklungen an den entsprechenden Immobilienmärkten, zumal die Aktienkurse ja die Markterwartungen in Bezug auf das künftige Ertragspotenzial der Unternehmen (sowie der Branchen) reflektieren sollten. Dies bedeutet beispielsweise, dass Immobilienaktien die Performance der entsprechenden Märkte für Direktimmobilienanlagen tendenziell vorwegnehmen.

Wir sehen trotzdem weiteres Aufwärtspotenzial für Immobilienaktien, aber der Weg könnte künftig steiniger werden. Wir warnen davor, für Aktien zu viel zu bezahlen, wenn die Kurse nach oben schiessen. Andererseits sollten die niedrigen Bondrenditen (Finanzierungskosten) allfällige markante Kurseinbrüche abfedern. Wir empfehlen eine Konzentration auf den US-Markt (wo die Kreditrisikoprämien mehr Spielraum für einen Rückgang aufweisen) und auf Unternehmen mit soliden Wachstumsaussichten.

Attraktive Gelegenheiten

Wir favorisieren Einzelhandelsimmobilien in Schwellenländern und erstklassige Büroobjekte in ausgewählten Schwellenmärkten sowie asiatischen und westeuropäischen Ländern, wie Brasilien, Australien, Frankreich und Grossbritannien. Aber auch Märkte, deren Erholung noch weniger weit fortgeschritten ist, wie z. B. die USA, könnten 2010 mit positiven Überraschungen aufwarten. Wir glauben, dass sich die Kapitalwerte im US-Markt für erstklassige Büroobjekte später im laufenden Jahr stabilisieren werden. Wegen der Unsicherheiten in den Mietmärkten empfehlen wir eine Konzentration auf qualitativ gute Immobilien an bester Lage. Indes könnte ein starker Konkurrenzkampf um derartige Objekte ausbrechen. Die geringe Zahl von Verkäufern und der Anstieg der Nachfrage nach erstklassigen Büronutzflächen in der Londoner City bewirkten beispielsweise seit dem 1. Quartal 2009 einen erneuten Rückgang der Ankaufsrenditen um 100 Basispunkte auf 6%. Somit könnte das Angebot an qualitativ guten Immobilien schnell austrocknen, wenn der Markt erst einmal die Kehrtwende schafft, was Investments nochmals verteuern würde. Es ist daher sinnvoll, erstklassige Immobilien, z. B. in den USA, zu kaufen, bevor der breite Markt die Talsohle erreicht. –

Innovation als Herausforderung

In einem zunehmend globalisierten und von Wettbewerb geprägten Umfeld spielt Innovation eine immer wichtigere Rolle. Für Anleger besteht die Herausforderung darin, nachhaltige Trends und erfolgreiche Produkte frühzeitig zu erkennen.

Potenzielle Durchbrüche in den kommenden Jahren

Genetik/Biotechnologie
(personalisierte Medizin, bionische Prothesen, Diagnostik)

Robotik
(Haushaltsroboter)

Nanotechnologie
(verbesserte Materialien, z.B. für Solar- und Brennstoffzellen, IT)

Digitale Welt
(mobiles Internet, anhaltende Digitalisierung)

Der Weg vom Grossrechner zum PC wurde von vielen Unternehmen geebnet, von denen aber nur wenige überlebt und sich als gute Aktienanlage erwiesen haben. Der PC steht beispielhaft für die Folgen der Innovation: Unternehmen, die nicht innovativ sind und mit dem hohen Tempo des Wandels nicht mithalten können, werden durch Konkurrenten aus dem Markt gedrängt. Innovation hat viele Gesichter und kann auf verschiedensten Ebenen von der Prozessinnovation (Fertigung) bis hin zur Produktinnovation erfolgen. Innerhalb der Produktinnovation unterscheiden wir in der Regel zwischen wirklich neuen Produkten (z.B. TV, Internet, Mobiltelefone) und Anschlussinnovationen, das heisst Verbesserungen der Benutzerfreundlichkeit, Leistung usw.

Dies lässt sich am besten anhand von Beispielen erläutern. Gewisse Innovationen eröffnen neue Märkte, z.B. das Internet, das für die direkt betroffenen Branchen, z.B. Computerhersteller, Softwareentwickler und Medien, unmittelbare Folgen hatte. Das Internet hatte – und hat weiterhin – weitreichende Konsequenzen für unterschiedlichste Branchen, die scheinbar nichts miteinander zu tun haben, und ist daher eine breite Plattform für neue Geschäftsmodelle und Wachstumsgelegenheiten.

Derweil können Innovationen auch einen Zugewinn an Marktanteilen in etablierten Märkten bewirken. Das iPhone ist ein Paradebeispiel für eine Anschlussinnovation. Die Kombination verschiedenster Funktionalitäten erlaubt es einem Aussenseiter, den etablierten Anbietern beträchtliche Marktanteile im Mobiltelefonmarkt abzunehmen. Der Schlüssel zum Erfolg sind der Komfort und die flexible Handhabung, die einem unerfahrenen Anwender die Nutzung modernster Technologien auf intuitive und nützlich Art und Weise erlauben **vgl. Artikel auf S. 52**.

Darüber hinaus kann die Konvergenz von Technologien zu neuen Applikationen führen, die nicht auf einem technischen Durchbruch beruhen, sondern vielmehr das Resultat einer stärker interdisziplinär ausgerichteten Entwicklungsarbeit sind. Dies wird auf Seite 53 am Beispiel der Neuroprothetik illustriert.

Nicht alle Innovationen sind erfolgreich

Gewisse Innovationen haben keinen spürbaren Effekt auf den Markt, weil sie entweder in kurzer Folge durch neue Innovationen abgelöst werden, keinem wirklichen Bedürfnis entsprechen oder (wirtschaftlich und ökologisch) nicht nachhaltig sind. Ein Beispiel: Überschallflugzeuge wie die Concorde oder die Tupolew wurden anfangs als wichtiger Durchbruch in der zivilen Luftfahrt betrachtet. Doch dann blieb der kommerzielle Erfolg aus, und alle grösseren Unternehmen stellten ihre weiteren Entwicklungsprojekte ein.

Aus Anlegersicht ist es unerlässlich, die Konsequenzen einer Innovation für den entsprechenden Markt und für das Unternehmen und dessen Konkurrenten abzuwägen. Hier ist Risiko die untrennbare Kombination von Wagnis und Chance. Wirklich neue Produkte generieren tendenziell die höchsten Renditen für Investoren, sind aber in Bezug auf ihre Beschaffenheit und das Timing viel schwieriger vorauszusehen, weshalb entsprechende Anlagen mit mehr Risiko verbunden sind. Im Gegensatz dazu lassen sich Anschlussinnovationen leichter vorhersehen. Sie bieten daher niedrigere Renditen, weisen aber auch den entscheidenden Vorteil eines günstigeren Risikoertragsprofils auf. –

Thomas C. Kaufmann
Research Analyst
thomas.c.kaufmann@credit-suisse.com
+41 44 334 88 38

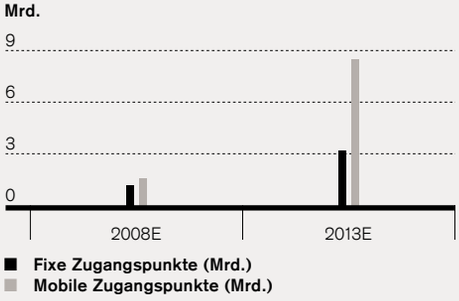
Illustration: John Hollander

Digitalisierung/mobiler Lifestyle

Fokussierung auf das mobile Internet

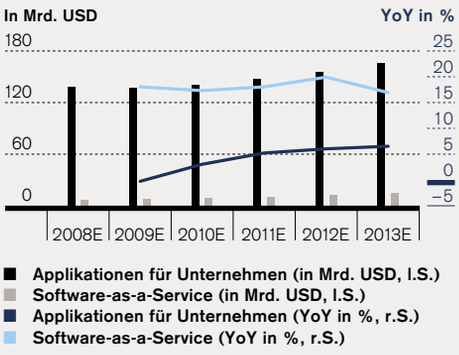
01_Schnelle Expansion der digitalen Welt

Quelle: IDC, Gartner



02_SaaS wächst schneller als konventionelle Applikationen

Quelle: IDC, Gartner



Der Digitalisierungstrend in der IT tritt nicht nur in eine neue Dekade, sondern wird auch zunehmend durch Innovationen mit Fokus auf das mobile Internet geprägt. Gemäss Analysten soll die Zahl der mobilen Zugangspunkte (Laptops, Smartphones, Tablet PCs usw.) stärker steigen als die der fixen Zugangspunkte **vgl. Abb. 1**. In dieser Übergangsphase vom auf das Zuhause zentrierten zum mobilen Internet spielt die Innovation eine entscheidende Rolle für den IT-Sektor und seine Wachstumsperspektiven.

Zwei bekannte Beispiele für Produktinnovationen sind das iPhone und das iPad, die dem mobilen Internet nach unserem Dafürhalten zum Durchbruch in den Massenmärkten verhelfen sollten. Diese Einschätzung beruht auf der innovativen und einfach zu bedienenden Benutzeroberfläche und der Möglichkeit, verschiedene Applikationen hochzuladen, die den Nutzen der Geräte steigern und es den Konsumenten erlauben, von den Vorteilen des mobilen Internetzugangs zu profitieren. Diese neue Kundenerfahrung ebnet den Weg zu zahlreichen neuen, innovativen Märkten (z.B. erweiterte Realität, mobiler Zahlungsverkehr, mobile Werbung, GPS-Lokalisierungsdienste), die ihrerseits IT-Unternehmen ein langfristiges Wachstum ermöglichen sollten. Allerdings schafft das mobile Internet möglicherweise nicht nur neue Märkte und Dienstleistungen, sondern könnte als Technologie auch einen tief greifenden Wandel bestehender Märkte anstossen, wie z.B. der Märkte für Bücher, Werbung, TV, gelbe Seiten, Bildungsdienstleistungen und Medien.

Software auf Abruf

Ein weiteres Beispiel ist «Software-as-a-Service» (SaaS) – eine Technologie, die unserer Einschätzung zufolge den Markt für Unternehmenssoftware grundlegend verändern wird. SaaS steht für Software auf Abruf aus dem Internet. Es handelt sich dabei um einen langfristigen Wachstumstreiber, dessen Umsatz gemäss Gartner Research 2013 14.4 Milliarden US-Dollar erreichen könnte (mit einer prognostizierten Compound Annual Growth Rate [CAGR] von 18% 2009 bis 2013). Derweil rechnet Gartner mit einer Abkühlung im klassischen Applikationsmarkt, wo sich das Umsatzwachstum auf eine CAGR (2009 bis 2013) von 5% verlangsamen dürfte **vgl. Abb. 2**. Das mobile Internet könnte dem überdurchschnittlichen Wachstum von SaaS weiteren Schwung verleihen, indem es einen noch effizienteren Einsatz dieser bahnbrechenden Technologie ermöglicht. Das mobile Internet wird Applikationssoftware für das Customer Relationship Management (CRM) für jeden Nutzer verfügbar machen, egal wann und wo sie gebraucht wird. Der mobile Zugang zu CRM-Applikationen über Blackberry, iPhone usw. wird es den Endnutzern erlauben, ihre Produktivität dank jederzeit nach Belieben verfügbaren, aktuellen Daten zu steigern. Wir empfehlen langfristig ausgerichteten Anlegern deshalb, das IT-Exposure in ihren Portfolios daraufhin zu prüfen, ob die ausgewählten Aktien die vorstehend beschriebenen Trends angemessen reflektieren. –

Ulrich Kaiser, CEFA
Research Analyst
ulrich.kaiser@credit-suisse.com
+41 44 334 56 49

Uwe Neumann, CEFA
Research Analyst
uwe.neumann@credit-suisse.com
+41 44 334 56 45

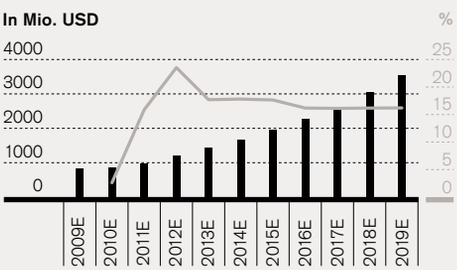
Illustration: John Hollander

Bionik/bionische Prothesen

Bionik und technologische Konvergenz

01_Starkes Marktwachstum für Cochlea-Implantate

Quelle: Credit Suisse



Gehirn, Nerven und Muskeln kommunizieren laufend miteinander. Das Gehirn kontrolliert die verschiedenen Funktionen, während andere Effektororgane diese ausführen und dem Hirn Rückmeldungen liefern. Heute lassen sich bionische Prothesen implantieren, mit denen versucht wird, verlorene Körperfunktionen wiederherzustellen. Mittel aus verschiedensten Disziplinen wie Medizin, Elektronik, Robotik, Computer und Materialwissenschaften werden dabei zur Wiederherstellung sensorischer und motorischer Funktionen herangezogen.

Bionische Prothesen sind ein Paradebeispiel für die Konvergenz unterschiedlichster Technologien. Das Ziel besteht darin, via bestehende Nervenbahnen Informationen an das Gehirn zu übermitteln oder Befehle aus dem Gehirn an die ausführenden Organe oder Gliedmassen zu senden. Hierbei nutzt die Wissenschaft den Umstand, dass die Signalübertragung sowohl im Gehirn als auch in der Elektronik auf elektrischen Impulsen beruht. Im Gehirn basiert dieser Stromfluss auf Ionen, im Computer auf konventionellen Elektronen.

Dieses Konzept kommt in Form von elektronischen Cochlea-Implantaten bereits bei rund 200 000 Patienten erfolgreich zum Einsatz. Es handelt sich dabei um Geräte, die den verlorenen Mechanismus der Tonübertragung ins Innenohr (Cochlea) ersetzen sollen, wenn konventionelle Geräte infolge beschädigter Haarzellen nicht mehr weiterhelfen. Dabei werden Töne von einem externen Mikrofon erfasst und in elektrische Signale umgewandelt, die dann durch ein Implantat direkt an die relevanten Nervenenden in der Hörschnecke übertragen werden. Gemäss unseren Prognosen sollte der Markt für Cochlea-Implantate in den nächsten zehn Jahren mit rund 15 % pro Jahr expandieren **vgl. Abb. 1**, weil er eine noch geringe Durchdringung aufweist: Jährlich werden über 200 000 neue Patienten diagnostiziert, während 2008 lediglich rund 25 000 Einheiten abgesetzt wurden.

Suche nach Wegen ins Gehirn

Eine weitere Anwendung der Bionik bietet sich in der Entwicklung moderner Arm- und Beinprothesen. Hier besteht das Ziel darin, die natürlichen Gehirnimpulse in mechanische Bewegungen der künstlichen Gliedmassen umzusetzen und es dem Patienten damit zu erlauben, seine Prothesen wie normale Arme oder Beine zu gebrauchen, statt mühsam neue Verhaltensmuster lernen zu müssen. Dies wird mit der sogenannten Targeted Muscle Reinnervation (TMR) erreicht, das heisst mit der selektiven Wiederverknüpfung bestehender Nervenbahnen mit Muskelgewebe. Das natürliche Signal aus dem Gehirn bewirkt eine Kontraktion des neu angeschlossenen Muskels, die wiederum durch die Elektroden der künstlichen Gliedmasse «wahrgenommen» und in eine entsprechende Bewegung umgesetzt wird. Im Rahmen der Entwicklung werden auch eine sensorische Rückmeldung an das Gehirn sowie ein direkter Kontakt mit den nach einer Amputation nach wie vor vorhandenen Nerven angestrebt.

Die noch junge Bionik ist derzeit lediglich ein Nischenmarkt, aber weitere Entwicklungen könnten bislang unvorstellbare Märkte eröffnen. Künftig mögliche Anwendungen reichen von Netzhautimplantaten, die Blinden wieder visuelle Eindrücke vermitteln könnten, bis hin zu gedankengesteuerten Maschinen. –

Thomas C. Kaufmann
Research Analyst
thomas.c.kaufmann@credit-suisse.com
+41 44 334 88 38

Offenlegungen

Bestätigung

Alle in diesem Bericht aufgeführten Analysten bestätigen hiermit, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über Unternehmen und deren Wertschriften mit ihren persönlichen Ansichten über sämtliche hier analysierten Unternehmen und Wertschriften übereinstimmen. Die Analysten bestätigen darüber hinaus, dass eine bereits erhaltene oder zukünftige Entschädigung in keiner Art und Weise direkt oder indirekt mit den in diesem Bericht ausgedrückten Empfehlungen oder Ansichten in Verbindung steht.

Wichtige Offenlegungen

Die Credit Suisse veröffentlicht Research-Berichte nach eigenem Ermessen. Dabei bezieht sie sich auf Entwicklungen in den analysierten Unternehmen, im Sektor oder Markt, die für die im Bericht geäusserten Meinungen und Ansichten wesentlich sein können. Die Credit Suisse veröffentlicht ausschliesslich unparteiische, unabhängige, eindeutige, faire und nicht irreführende Anlagestudien.

Der für alle Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Credit Suisse verbindliche Code of Conduct ist online unter folgender Adresse abrufbar:

https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_de.pdf

Weitere Informationen finden Sie im Dokument «Unabhängigkeit der Finanzanalyse» unter folgender Adresse:

https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_de.pdf

Die Entschädigung der für diesen Research-Bericht verantwortlichen Analysten setzt sich aus verschiedenen Faktoren zusammen, darunter dem Umsatz der Credit Suisse. Einen Teil dieses Umsatzes erwirtschaftet die Credit Suisse im Bereich Investment Banking.

Zusätzliche Offenlegungen für folgende Rechtsordnungen

Hongkong: Mit Ausnahme der in diesem Bericht offengelegten Beteiligungen im Besitz des Analysten oder von dessen Mitarbeitern hält die Zweigniederlassung Credit Suisse Hong Kong keine offenlegungspflichtigen Beteiligungen. Vereinigtes Königreich: Weitere Offenlegungsinformationen für den Bereich Fixed Income erhalten Kunden der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited unter der Telefonnummer +41 44 333 33 99.

Weitere Informationen wie Offenlegungen im Zusammenhang mit anderen Emittenten erhalten Sie online auf der Seite «Global Research Disclosure» der Credit Suisse unter folgender Adresse:

https://www.credit-suisse.com/research/disclaimer

Erläuterungen zur Analyse

Relative Performance von Aktien

Auf Titelebene wird bei der Auswahl die relative Attraktivität der einzelnen Aktien gegenüber Sektor, Marktstellung, Wachstumsperspektiven, Bilanzstruktur und Bewertung berücksichtigt. Die Sektor- und Länderempfehlungen lauten «übergewichten», «neutral» und «untergewichten» und beziehen sich auf ihre relative Performance gegenüber den jeweiligen regionalen und globalen Benchmark-Indizes.

Absolute Performance von Aktien

Die Aktienempfehlungen lauten «BUY», «HOLD» und «SELL» («kaufen», «halten» und «verkaufen»). Diese gelten üblicherweise für einen Zeitraum von 6 bis 12 Monaten und sind von der erwarteten absoluten Performance der einzelnen Aktien gemäss folgenden Kriterien abhängig:

BUY	Anstieg des absoluten Aktienkurses um 10% oder mehr
HOLD	Schwankung um –10%/+10% des absoluten Aktienkurses.
SELL	Sinken des absoluten Aktienkurses um 10% oder mehr
RESTRICTED	Unter bestimmten Umständen können interne oder externe Vorschriften gewisse Arten der Berichterstattung ausschliessen, darunter z. B. Anlageempfehlungen während eines Engagements der Credit Suisse an einer Investment-Banking-Transaktion.
TERMINATED	Die Research-Berichterstattung wurde eingestellt

Absolute Performance von Anleihen

Die Anleihenempfehlungen basieren grundsätzlich auf den geschätzten absoluten Renditen gegenüber dem entsprechenden Benchmark. Sie beziehen sich auf einen Zeithorizont von 3 bis 6 Monaten und sind wie folgt definiert:

BUY	Erwartungsgemäss dürfte die Performance der Anleihe diejenige des festgelegten Benchmarks übertreffen.
HOLD	Erwartungsgemäss dürfte die Performance der Anleihe derjenigen des festgelegten Benchmarks entsprechen.
SELL	Erwartungsgemäss dürfte die Performance der Anleihe hinter derjenigen des festgelegten Benchmarks zurückbleiben.
RESTRICTED	Unter bestimmten Umständen können interne oder externe Vorschriften gewisse Arten der Berichterstattung ausschliessen, darunter z. B. Anlageempfehlungen während eines Engagements der Credit Suisse an einer Investment-Banking-Transaktion.

Credit Suisse HOLT

Hinsichtlich der auf der HOLT(tm)-Methode basierten Analyse in diesem Bericht erklärt die Credit Suisse hiermit, dass (1) die in diesem Bericht geäusserten Ansichten genau der HOLT-Methode entsprechen und (2) die Entschädigung des Unternehmens weder ganz noch teilweise in direktem Zusammenhang mit den entsprechenden in diesem Bericht geäusserten Ansichten stand, steht oder stehen wird. Die HOLT-Methode der Credit Suisse ordnet einem Wertpapier kein Rating zu. Vielmehr handelt es sich hierbei um ein Analyseinstrument mit eigens entwickelten quantitativen Algorithmen und zugeordneten Wertberechnungen, das sogenannte HOLT-Bewertungsmodell der Credit Suisse, das konsequent auf alle in der entsprechenden Datenbank enthaltenen Unternehmen angewendet wird. Daten von Dritten (einschliesslich Konsensgewinnschätzungen) werden systematisch in eine Anzahl Standardvariablen umgesetzt und in die Algorithmen im HOLT-Bewertungsmodell der Credit Suisse integriert. Für eine genauere Messung von der Unternehmensperformance zu Grunde liegenden wirtschaftlichen Vorteilen werden die von externen Datenlieferanten gelieferten Daten, wie Jahresabschlüsse, Kurs- und Gewinnzahlen, einer Qualitätsprüfung unterzogen und gegebenenfalls angepasst. Diese Anpassungen bieten die nötige Konsistenz bei der Analyse eines einzelnen Unternehmens über einen Zeitraum oder mehrerer Unternehmen über die Branchen- oder Landesgrenzen hinaus. Das Standardszenario des HOLT-Bewertungsmodells der Credit Suisse legt eine Basisbewertung für ein Wertpapier fest. Anschliessend kann der Anwender zur Berechnung von möglichen alternativen Szenarien die Standardvariablen verändern. Die HOLT-Methode der Credit Suisse ordnet einem Wertpapier kein Kursziel zu. Das Standardszenario des HOLT-Bewertungsmodells der Credit Suisse legt einen Kursbereich für ein Wertpapier fest. Werden die von Dritten stammenden Daten aktualisiert, kann sich der Kursbereich ebenfalls verändern. Zur Berechnung von möglichen alternativen Kursbereichen können die Standardvariablen ebenfalls verändert werden. Weitere Informationen zur HOLT-Methode der Credit Suisse sind auf Anfrage erhältlich.

CFROI(r), CFROE, HOLT, HOLTfolio, HOLTSelect, HS60, HS40, ValueSearch, AggreGator, Signal Flag und Powered by HOLT sind Markenzeichen oder geschützte Markenzeichen der Credit Suisse oder mit ihr verbundener Unternehmen in den USA oder anderen Ländern. HOLT ist eine Beratungsdienstleistung der Credit Suisse bezüglich Unternehmensperformance und -bewertung.

Technisches Research

Wo im Bericht Tabellen mit Empfehlungen aufgeführt sind, bedeutet «Schluss» den letzten an der Börse notierten Schlusskurs. «MT» ist ein Rating für den mittelfristigen Trend (Ausblick über 3–6 Monate). «ST» ist ein Rating für den kurzfristigen Trend (Ausblick über 3–6 Wochen). Das Rating «+» bezeichnet einen positiven Ausblick (möglicher Kursanstieg), «0» einen neutralen (keine grossen Kursveränderungen erwartet) und «–» einen negativen (möglicherweise sinkender Kurs). «Outperform» in der Spalte «Rel. Perf.» bezeichnet die erwartete Performance der Aktie gegenüber dem Benchmark. In der Spalte «Kommentar» sind die jüngsten Analystenempfehlungen enthalten. In der Spalte «Empf.» ist das Datum aufgeführt, an dem die Aktie zum Kauf empfohlen wurde (Eröffnungskauf). «G&V» weist den aufgelaufenen Gewinn oder Verlust seit Abgabe der Kaufempfehlung aus.

In der unter folgender Adresse zugänglichen Broschüre «Grundlagen der technischen Analyse» findet sich eine kurze Einführung in die technische Analyse:

https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/technical_tutorial_de.pdf

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Alle Hinweise auf die Credit Suisse beziehen sich ebenfalls auf mit ihr verbundene Unternehmen und Tochtergesellschaften. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter folgender Adresse:

http://www.credit-suisse.com/who_we_are/de/

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von der Abteilung Global Research der Division Private Banking der Credit Suisse am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Aufgrund unterschiedlicher Bewertungskriterien können die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über einen bestimmten Titel von Ansichten und Beurteilungen des Credit Suisse Research Department der Division Investment Banking abweichen oder diesen widersprechen. Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Credit Suisse zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder ähnlichen Finanzinstrumenten oder zur Teilnahme an einer spezifischen Handelsstrategie in irgendeiner Rechtsordnung. Der Bericht wurde ohne Berücksichtigung der Zielsetzungen, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines bestimmten Anlegers erstellt. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die die Credit Suisse als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Credit Suisse lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, steigen oder fallen. Der Bericht enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Er stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände eines Anlegers zugeschnittene oder für diesen angemessene Investition oder Strategie oder eine andere an einen bestimmten Anleger gerichtete Empfehlung dar. Verweise auf frühere Entwicklungen sind nicht unbedingt massgebend für künftige Ergebnisse. Die Devisenkurse von Fremdwährungen können sich negativ auf den Wert, Kurs oder Ertrag eines in diesem Dokument erwähnten Produktes auswirken. Alternative Anlagen, derivative oder strukturierte Produkte sind komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein hohes Risiko aufweisen und nur für den Verkauf an Anleger bestimmt sind, die alle damit verbundenen Risiken verstehen und akzeptieren. Investitionen in Schwellenmärkte sind spekulativ und beträchtlich volatiler als Investitionen in herkömmliche Märkte. Die Risiken sind unter anderem politische und wirtschaftliche Risiken sowie Kredit-, Währungs- und Marktrisiken. Vor jeder Transaktion sollten Anleger prüfen, ob sich die Transaktion hinsichtlich der spezifischen Umstände und Zielsetzungen eignet. In Rechtsordnungen, in denen die Credit Suisse nicht bereits registriert oder für den Wertschriftenhandel lizenziert ist, werden Transaktionen nur nach geltendem Wertschriftengesetz ausgeführt, das je nach Rechtsordnung unterschiedlich ist und verlangen kann, dass die Transaktion gemäss geltenden Ausnahmen bezüglich Registrierungs- und Lizenzierungsvorschriften erfolgt. Die Credit Suisse empfiehlt Anlegern, dass diese gemeinsam mit einem professionellen Finanzberater eine unabhängige Beurteilung der spezifischen finanziellen sowie rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, kreditmässigen und buchhalterischen Konsequenzen vornehmen. Eine Gruppengesellschaft der Credit Suisse kann sich im gesetzlich erlaubten Rahmen an anderen Finanzgeschäften mit dem Emittenten der hier erwähnten Wertschriften beteiligen oder in diese investieren, Dienstleistungen für solche Emittenten erbringen oder Aufträge von diesen akquirieren sowie Positionen an deren Wertschriften oder Optionen halten oder Transaktionen damit durchführen.

Distribution von Research-Berichten

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. Australien: Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 064 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale-Kunden», definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. CSSB übernimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. Bahamas: Der vorliegende Bericht wurde von der Schweizer Bank Credit Suisse AG erstellt und im Namen der Credit Suisse AG, Nassau Branch, verteilt. Diese Niederlassung ist ein bei der Securities Commission der Bahamas eingetragener Broker-Dealer. Bahrain: Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. Deutschland: Die Credit Suisse (Deutschland) AG untersteht der Zulassung und Regulierung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Sie verbreitet Finanzanalysen an ihre Kunden, die durch ein mit ihr verbundenes Unternehmen erstellt worden sind. Dubai: Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG, Dubai Branch, verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder -dienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an Grosskunden mit liquiden Mitteln von über USD 1 Mio., die über ausreichend Erfahrung in Finanzfragen verfügen, um sich im Sinne eines Grosskundengeschäfts in Finanzmärkten engagieren zu können, und die regulatorischen Kriterien für eine Kundenbeziehung erfüllen. Frankreich: Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (France) verteilt. Diese ist ein Anbieter von Investitionsdienstleistungen und verfügt über eine Zulassung des Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI). Die Credit Suisse (France) untersteht der Aufsicht und Regulierung der Commission Bancaire und der Autorité des Marchés Financiers. Gibraltar: Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited verteilt. Die Credit Suisse (Gibraltar) Limited ist eine unabhängige Gesellschaft, die zu 100% im Besitz der Credit Suisse ist. Sie untersteht der Regulierung der Gibraltar Financial Services Commission. Guernsey: Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Guernsey) Limited verteilt, einer unabhängigen Rechtseinheit, die in Guernsey unter der Nummer 15197 und unter der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Guernsey) Limited wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Hongkong: Der vorliegende Bericht wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, herausgegeben. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als Authorized Institution der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut nach Massgabe der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs). Indien: Dieser Bericht wird von der Credit Suisse Securities (India) Private Limited (Credit Suisse India) verteilt, die unter der Aufsicht des Securities and Exchange Board of India (SEBI) steht. Italien: Dieser Bericht wird in Italien von der Credit Suisse (Italy) S.p.A. verteilt. Diese ist eine gemäss italienischem Recht gegründete und registrierte Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht. Katar: Diese Information wird von der Credit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser reguliert wird (QFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (gemäss Definition der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA)) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. Luxemburg: Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. Mexiko: Die im Bericht enthaltenen Informationen stellen kein öffentliches Angebot von Wertschriften gemäss dem mexikanischen Wertschriftengesetz dar. Der vorliegende Bericht wird nicht in den mexikanischen Massenmedien angeboten. Der Bericht enthält keine Werbung im Zusammenhang mit der Vermittlung oder Erbringung von Bankdienstleistungen oder Anlageberatung auf dem Hoheitsgebiet Mexikos oder für mexikanische Staatsbürger. Russland: Das in diesem Bericht angebotene Research ist in keiner Art und Weise als Werbung oder Promotion für bestimmte Wertpapiere oder damit zusammenhängende Wertpapiere zu verstehen. Dieser Research-Bericht stellt keine Bewertung im Sinne des Bundesgesetzes über Bewertungsaktivitäten der Russischen Föderation dar. Der Bericht wurde gemäss den Bewertungsmodellen und der Bewertungsmethode der Credit Suisse erstellt. Singapur: Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, verteilt, die durch die Monetary Authority of Singapore reguliert wird. Spanien: Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). Vereinigtes Königreich: Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Financial Services Authority und stehen unter deren Aufsicht. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Services Authority gilt nicht für Investitionen oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt.

USA: WEDER DER VORLIEGENDE BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN.

Japan: Weder der vorliegende Bericht noch Kopien davon dürfen nach Japan versandt, in Japan verteilt oder dorthin mitgenommen werden.

Örtliche Gesetze oder Vorschriften können die Verteilung von Research-Berichten in bestimmten Rechtsordnungen einschränken.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2010 Credit Suisse Group AG und / oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

10C017A

1.10_Autoren

Credit Suisse Global Research

Olivier P. Müller, CFA, CAIA, FRM
Research Analyst
+41 44 333 01 46
olivier.p.mueller@credit-suisse.com

Olivier P. Müller leitet ein Team von Equity-Research-Analysten der Abteilung Equity Research Europe in der Division Private Banking der Credit Suisse. Sein Research-Bereich umfasst den Sektor der Basiskonsumgüter in Europa und den USA. Er besitzt einen Master of Science in Finance and Accounting der Universität Bern und ist ausserdem CFA und CAIA Charterholder sowie zertifizierter Financial Risk Manager (Certified FRM).
> Seiten 39–41

Cédric Spahr, CFA, CAIA
Head of Alternative Investment Research and Portfolio Analytics
+41 44 333 96 48
cedric.spahr@credit-suisse.com

Cédric Spahr ist Co-Head of Alternative Investment Research in der Division Private Banking der Credit Suisse. Er stiess im Jahr 2000 als Senior Economist zur Abteilung Economic Research der Credit Suisse und war für die Analyse der US-Konjunktur und der weltweiten Devisen zuständig. Cédric Spahr verfügt über einen Master in Wirtschaftswissenschaften der Universität St. Gallen und ist CFA und CAIA Charterholder. **> Seiten 42–44**

Reto Meneghetti, CAIA
Research Analyst
+41 44 334 12 93
reto.meneghetti@credit-suisse.com

Reto Meneghetti stiess 2006 als Analyst für alternative Anlagen zur Credit Suisse. Sein Hauptfokus liegt auf Hedge-Fonds, Immobilien und Private Equity. Er verfügt über einen Master in Quantitative Economics and Finance der Universität St.Gallen und ist Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA). Zuvor war er als Wirtschaftsprüfer für Ernst & Young tätig. **> Seiten 42–44**

Paul Danis, CFA
Research Analyst
+44 20 7883 2458
paul.danis@credit-suisse.com

Paul Danis ist bei der Credit Suisse für die US-Aktienstrategie zuständig. Zuvor war er als Stratege bei Lehman Brothers, Nomura International in London sowie bei BCA Research in Montreal tätig. Darüber hinaus handelte er Zinsfutures und -optionen an der Börse Montreal. Er hat an der McGill University, Montreal, studiert und ist Chartered Financial Analyst (CFA).
> Seiten 45–47

Louis Landeman
Head of Global Credit Research
+41 44 333 54 25
louis.landeman@credit-suisse.com

Louis Landeman ist seit 2008 als Head of Global Credit Research in der Division Private Banking der Credit Suisse tätig. Zuvor war er als Head of Credit Research bei SEB Merchant Banking beschäftigt und arbeitete bei Bear Stearns sowie Standard & Poor's Ratings Services. Er besitzt einen Master of Science in Business Administration and Economics der Universität Uppsala. **> Seiten 45–47**

Martin Bernhard
Research Analyst
+41 44 334 83 22
martin.bernhard@credit-suisse.com

Martin Bernhard arbeitet seit 2007 im Private Banking der Credit Suisse als Global Real Estate Analyst. Davor arbeitete er als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Empirische Wirtschaftsforschung in Zürich. Sein Studium absolvierte Martin Bernhard an der Graduate School of Economics in Bonn. Er besitzt einen Master in Wirtschaftswissenschaften der Universität Zürich.
> Seiten 48–50

Karim Cherif
Research Analyst
+41 44 332 78 49
karim.cherif@credit-suisse.com

Karim Cherif stiess 2009 als Global Real Estate Analyst zur Division Private Banking der Credit Suisse. Zu seinen Research-Bereichen zählen die weltweiten Immobilienmärkte mit einem speziellen Fokus auf Asien und den Nahen Osten. Er besitzt einen Master of Science in Communication Systems der Eidgenössischen Technischen Hochschule in Lausanne.
> Seiten 48–50

Thomas C. Kaufmann
Research Analyst
+41 44 334 88 38
thomas.c.kaufmann@credit-suisse.com

Thomas Claudio Kaufmann kam 2006 als Aktienanalyst für Nanotechnologie im Gesundheitssektor zur Division Private Banking der Credit Suisse. Als Senior Research Analyst ist er derzeit für den globalen Pharmasektor zuständig. Er besitzt einen Master of Science in Biochemie der Universität Basel, wo er ausserdem seinen Doktor in Biophysik erwarb.
> Seiten 51, 53

Uwe Neumann, CEFA
Research Analyst
+41 44 334 56 45
uwe.neumann@credit-suisse.com

Uwe Neumann stiess im Jahr 2000 als Aktienanalyst für die Sektoren Telekom und Telekomausrüster zur Division Private Banking der Credit Suisse. Ausserdem koordiniert er das Research in Bezug auf den Technologiesektor. Er besitzt einen Master in Economics der Universität Konstanz und ist CEFA Charterholder.
> Seite 52

Ulrich Kaiser, CEFA
Research Analyst
+41 44 334 56 49
ulrich.kaiser@credit-suisse.com

Ulrich Kaiser ist als Aktienanalyst im Global Equity Research Team der Division Private Banking der Credit Suisse tätig und ist dort verantwortlich für den IT-Dienstleistungssektor, den Soft- und Hardwarebereich sowie die verschiedenen Segmente der Medienbranche. Bei seinem Eintritt in das Unternehmen im Jahr 1993 arbeitete er zunächst im Bereich Japanese Equity Research. Er besitzt einen Master in Wirtschaftswissenschaften der Universität Konstanz. **> Seite 52**

Bestellen Sie den GI

Seit Anfang 2008 kombinieren wir das Beste aus unseren beiden früheren Magazinen – Global Investor und Global Investor Focus. Die neue Publikation bietet Hintergrundanalysen zu aktuellen Themen sowie längerfristigen Trends und beleuchtet ihre möglichen Auswirkungen auf Finanzmärkte und Investitionen. Frühere Ausgaben von Global Investor haben sich unter anderem mit den folgenden Themen befasst:

Sie können diese Research-Publikationen bequem über www.credit-suisse.com/shop (Publikationenshop) bestellen. Dort finden Sie auch andere Ausgaben von Global Investor sowie interessante Studien und Handbücher zum Bestellen oder als Download.

GI 2.08
Mehr als Wohltätigkeit

Der Kampf gegen die wirtschaftliche Ausgrenzung der Ärmsten dieser Welt ist nicht mehr nur staatlichen und karitativen Einrichtungen vorbehalten. Ihre Arbeit wird heute ergänzt durch Initiativen des privaten Sektors, die mit ökonomischen Ansätzen und gewinnorientierten Kapitalflüssen die Armut bekämpfen. So pflegt etwa in Lateinamerika die ACP Group aus Lima ein ausgeprägtes Geschäftsethos und übernimmt eine führende Rolle in der Entwicklungsförderung. Diese Ausgabe des Global Investor verleiht einen Überblick zur neuen Palette an sozial verantwortlichen Investments, die finanzielle und soziale Rendite kombinieren.

GI 3.08
Zurück zur multipolaren Welt

Aufgrund der markant gefallenen Nachfrage bekommen auch die Schwellenländer die globale Wirtschaftsschwäche zu spüren. In der Folge wurde Kapital abgezogen, Rohstoffpreise durchlaufen eine Korrekturphase. Diese Trends wirken sich auch negativ auf Rohstoffexporteure aus. Dennoch bestehen für diese Länder immer noch langfristige strukturelle Wachstumschancen. Die Welt bewegt sich weiterhin in Richtung einer multipolaren Ordnung, in der globale Wirtschaftsmacht und Reichtum gleichmässiger verteilt werden.

GI 1.09
Anlagestrategien aufbauen

Die Finanzkrise verunsichert Investoren rund um den Erdball. Aufgrund der volatilen Marktentwicklung und der durch die Krise bedingten globalen Rezession haben viele Anlagen an Wert eingebüsst. Die turbulenten Phasen eines Konjunkturzyklus erfordern verbesserte oder sogar gänzlich neue Instrumente für das Risikomanagement. Die Konzeption solider Anlagestrategien ist angesichts der stets mit Risiken verbundenen Unsicherheit gleichermassen Wissenschaft wie Kunst. Diese Ausgabe des Global Investor untersucht Theorie und Praxis der Anlagestrategie im Kontext des Beratungsprozesses.

GI 2.09
Globale Megatrends

In den kommenden Jahrzehnten werden Megatrends das globale Wirtschaftswachstum, Handels- und Kapitalflüsse, Unternehmen und die Einstellung von Politikern sowie Aufsichtsbehörden erheblich beeinflussen. Momentan konzentrieren wir uns auf die massiven Kräfte, die durch eine zunehmend multipolare Welt, die Demografie und drängende Nachhaltigkeitsprobleme sowie den menschlichen Erfindungsreichtum freigesetzt werden. In dieser Ausgabe des Global Investor wird untersucht, wie sich diese Megatrends entwickeln werden, wo Chancen liegen und welche Wahrheiten bald überholt sein werden.

CREDIT SUISSE

www.credit-suisse.com/globalinvestor

GID 2514201

CREDIT SUISSE

GI

Global Investor 1.10, Mai 2010
Expertenwissen für Anlagekunden der Credit Suisse

Investment Ideas

Eine Auswahl an Anlageempfehlungen zu den im Global Investor präsentierten Themen. Schwerpunkt dieser Ausgabe sind die Risiken und Konsequenzen der Inflation für Anleger.

Die folgenden Investment Ideas wurden im Hinblick auf die Themen des GI 1.10 zusammengestellt. Für einen kurzen Überblick wurden deshalb die Artikel aus dem GI 1.10 zusammengefasst. Wer mehr wissen möchte, findet über die Seitenverweise die Originalartikel im Global Investor schnell und unkompliziert.

Der GI 1.10 kann unter www.credit-suisse.com/shop bezogen werden.

myclimate neutral
Printed Matter
No. 01-10-497222 - www.myclimate.org
© myclimate - The Climate Protection Partnership

INDEX

Suchen nach Themen

EMPFEHLUNGEN	SEITE	BUY HOLD	THEMEN
DBRI 1.5% 04.2016 in EUR	06	●	**Anleihen und Inflation**
TII 1.25% 04.2014 in USD		●	
Credit Suisse Commodity Benchmark	08	●	**Rohstoffe und Inflation**
Industriemetalle, insbesondere Kupfer		●	
Cochlear	10	●	**Bionische Prothesen**
Sonova		●	
Apple	10	●	**Mobiler Lifestyle**
Google		●	
Salesforce.com		●	
British American Tobacco	11	●	**Schwellenmarktkonsumenten**
China Mengniu Dairy		●	
Danone		●	
Dufry		●	
Nestlé		●	
Richemont		●	
Coach	13	●	**M&A-Aktivität**
KPN		●	
Mylan		●	
Nobel Biocare		●	
Temenos		●	
Tullow Oil		●	
Hedge-Fonds	14	●	**Unkorrelierte Anlageklassen**
Insurance-Linked Strategien		●	
Investment-Grade-Unternehmensanleihen		●	
Immobilienpublikumsfonds	14	●	**Kommerzielle Immobilien**

Suchen nach Empfehlungen

EMPFEHLUNGEN	SEITE	BUY HOLD	THEMEN
Apple	10	●	Mobiler Lifestyle
British American Tobacco	11	●	Schwellenmarktkonsumenten
China Mengniu Dairy	11	●	Schwellenmarktkonsumenten
Coach	13	●	M&A-Aktivität
Cochlear	10	●	Bionische Prothesen
Credit Suisse Commodity Benchmark	08	●	Rohstoffe und Inflation
Danone	11	●	Schwellenmarktkonsumenten
DBRI 1.5% 04.2016 in EUR	06	●	Anleihen und Inflation
Dufry	11	●	Schwellenmarktkonsumenten
Google	10	●	Mobiler Lifestyle
Hedge-Fonds	14	●	Unkorrelierte Anlageklassen
Immobilienpublikumsfonds	14	●	Kommerzielle Immobilien
Industriemetalle, insbesondere Kupfer	08	●	Rohstoffe und Inflation
Insurance-Linked-Strategien	14	●	Unkorrelierte Anlageklassen
Investment-Grade-Unternehmensanleihen	14	●	Unkorrelierte Anlageklassen
KPN	13	●	M&A-Aktivität
Mylan	13	●	M&A-Aktivität
Nestlé	11	●	Schwellenmarktkonsumenten
Nobel Biocare	13	●	M&A-Aktivität
Richemont	11	●	Schwellenmarktkonsumenten
Salesforce.com	10	●	Mobiler Lifestyle
Sonova	10	●	Bionische Prothesen
Temenos	13	●	M&A-Aktivität
TII 1.25% 04.2014 in USD	06	●	Anleihen und Inflation
Tullow Oil	13	●	M&A-Aktivität

Aus der Teuerung Gewinn ziehen

→ GI 1.10 → vgl. Seiten 32–35

Portfolios sollten gegen eine drohende Inflation abgesichert werden. Die einfachste Lösung (Umschichtung in Anlagewerte, die bei hoher Inflation am besten abschneiden) ist nicht unbedingt die beste. Schliesslich sind solche Anlagen häufig sehr volatil. Es gilt vielmehr, das Portfolio so zu diversifizieren, dass höhere Renditen erzielt werden und gleichzeitig das Portfoliorisiko unter Kontrolle bleibt. Wir halten es für das Beste, viele verschiedene Anlagekategorien in einem gut strukturierten Multi-Asset-Class-Portfolio zu kombinieren, anstatt zu stark in Einzelanlagen zu investieren. So entwickeln sich z. B. reale Vermögenswerte wie Gold und Rohstoffe bei steigender Inflation gut. Da die Mieten häufig inflationsgebunden sind, können auch Direktimmobilien als Absicherung dienen, sofern die Zinsen nicht infolge von Inflationsschocks übermässig ansteigen. Staatsanleihen oder andere erstklassige Anleihen könnten zumindest teilweise durch inflationsgebundene Papiere ersetzt werden, da deren Nominalrendite inflationsbereinigt ist. Während die Aktienrenditen vom Wirtschaftswachstum profitieren, wirken sich Teuerung und Inflationsschocks eindeutig negativ aus. Dennoch schneiden Aktien auf lange Sicht nach wie vor besser ab als jede andere Anlage – und das sogar in Inflationszeiten.

Investment Ideas 1.10 → vgl. Seiten 6 und 8

- DBRI (AAA/Aaa) 1.5% 04.2016 in EUR
- TII (AAA/Aaa) 1.25% 04.2014 in USD
- Credit Suisse Commodity Benchmark
- Industriemetalle, insbesondere Kupfer

Innovation als Herausforderung

→ GI 1.10 → vgl. Seiten 51–53

In einer Welt, in der Globalisierung und Wettbewerb zunehmen, spielt Innovation eine immer wichtigere Rolle. So entstehen durch den Digitalisierungstrend in der IT und den Wandel vom heimischen zum mobilen Internet, das immer und überall zugänglich ist, zwar neue Märkte und Dienstleistungen, doch es werden auch bestehende Märkte wie Bücher, Werbung, Fernsehen, gelbe Seiten, Bildungsdienste und Medien bedroht. Das zunehmende Zusammenspiel unterschiedlicher Technologien zeigt sich auch in der Bionik. So können z. B. bionische Prothesen verlorene Körperfunktionen ersetzen, wozu verschiedene Bereiche wie Medizin, Elektronik, Robotertechnik, Computertechnik und Materialkunde beitragen. Für den Anleger ist es wichtig, die Folgen einer Innovation für den betroffenen Markt sowie den Entwickler und seine Konkurrenz in Betracht zu ziehen. Zwar bergen neue Produkte in der Regel die höchsten Renditen, doch es ist schwer voraussehbar, wie und wann die Innovationen letztlich auf den Markt kommen. Daher sind solche Anlagen riskanter. Allmähliche Produktverbesserungen sind indes leichter vorhersehbar und bieten daher geringere Renditen. Doch sie haben einen wesentlichen Vorteil: ein günstigeres Risiko-Ertrags-Profil.

Investment Ideas 1.10 → vgl. Seite 10

- Apple
- Cochlear
- Google
- Salesforce.com
- Sonova

Steigende Kaufkraft in den Schwellenländern

→ GI 1.10 → vgl. Seiten 38–41

Die Bevölkerung in den Schwellenländern wächst rasant, das verfügbare Einkommen steigt und Verbraucher mit geringem Einkommen gewinnen immer mehr an Bedeutung. Dies verschafft Unternehmen, die Konsumgüter in die Schwellenländer exportieren, eine rasch steigende Ertragsbasis, die das schwächere Wachstum in den gesättigteren Industrieländern mehr als wettmachen dürfte. Die Schwellenmärkte leisten einen grossen Beitrag zum weltweiten Wirtschaftswachstum, wovon vor allem Konsumgüterhersteller profitieren. Unseres Erachtens sind fünf Hauptfaktoren für das zunehmende Konsumwachstum in den Schwellenländern verantwortlich: 1) die demografische Entwicklung, 2) der stärkere Anstieg des Pro-Kopf-BIP, 3) eine aufstrebende Mittelklasse, 4) ein rückläufiger Anteil der Nahrungsmittelausgaben am Einkommen und 5) das zunehmende Gewicht der Verbraucher mit einem geringen Einkommen am unteren Ende der Einkommenspyramide. Angesichts dieser Trends werden die westlichen Konsumgüterunternehmen unseres Erachtens 50–100% ihres Wachstums in Schwellenländern erzielen können. Die Nachfrage nach Produkten hängt von kulturellen, sozialen und auch klimatischen Bedingungen ab. Daher muss das Angebot im Hinblick auf Preisgestaltung, Verpackung, Werbung, Vertriebskanäle und Logistik entsprechend angepasst werden.

Investment Ideas 1.10 → vgl. Seite 11

- British American Tobacco
- China Mengniu Dairy
- Danone
- Dufry
- Nestlé
- Richemont

M&A-Aktivität beeinflusst Aktien und Anleihen

→ GI 1.10 → vgl. Seiten 45–47

Nach einem starken Rückgang während der Kreditkrise nehmen Fusionen und Übernahmen allmählich wieder zu. Dies mag – insbesondere für die Aktionäre der Übernahmekandidaten – erfreulich sein, doch für Inhaber von Anleihen stellt es auch ein zunehmendes Event-Risiko dar. Grundsätzlich profitieren Aktionäre von regeren M&A-Aktivitäten. Eine wichtige Implikation ist allerdings, dass das Stock Picking an den Aktienmärkten immer wichtiger wird: So würde bspw. das Investmentbanking von regen M&A-Aktivitäten mit steigenden Beratungsgebühren profitieren. Eine überdurchschnittliche Anzahl von Fusionen und Übernahmen würden wir in den beiden Aktienbereichen Technologie und Gesundheitswesen erwarten. Im Anleihenbereich sind unseres Erachtens die Sektoren Automobil, Pharma und Telekommunikation 2010 am meisten von Rating-Herabstufungen und/oder einer Spreadausweitung infolge von M&A-Aktivitäten bedroht. Neben dem allgemeinen Risiko von Herabstufungen im Zusammenhang mit M&A-Aktivitäten könnte sich das Rating einiger Unternehmen zudem nach deren Übernahme durch ein anderes Unternehmen negativ oder positiv verändern. Wir glauben zwar nicht, dass das Event-Risiko zu einer wesentlichen Verschlechterung der Unternehmensbonität führen wird, dennoch empfehlen wir Anleihen-Anlegern, die Anleihenprospekte auf entsprechende Übernahmeschutzklauseln zu überprüfen.

Investment Ideas 1.10 → vgl. Seite 13

- Coach
- KPN
- Mylan
- Nobel Biocare
- Temenos
- Tullow Oil

Unkorrelierte Vermögenswerte

→ GI 1.10 → vgl. Seiten 42–44

In der Finanzkrise 2008 stiegen die Korrelationen zwischen Risikoanlagen auf ein ungewöhnlich hohes Niveau – ein harter Schlag für die traditionelle Portfoliodiversifikation. Wir lernten daraus, dass es in Krisenzeiten sehr schwierig ist, breit diversifiziert zu bleiben, da die üblichen Marktbeziehungen und -modelle ausser Kraft gesetzt sind. In den Jahren 2008 und 2009 stiegen die Marktkorrelationen stark an. Die traditionelle Portfoliodiversifikation verlor damit erheblich an Attraktivität. Zwischen Aktien, hochverzinslichen Anleihen, Rohstoffen, Immobilienaktien sowie Schwellenländeraktien und -anleihen herrschten in den letzten 18 Monaten starke Wechselbeziehungen. Die Suche nach Anlagemöglichkeiten mit einer geringen oder gar negativen Korrelation zu Aktien endet häufig bei illiquiden und wenig zyklischen Anlagekategorien. Folgende Anlagekategorien eignen sich unseres Erachtens 2010 als Portfoliobeimischung: 1) Investment-Grade-Unternehmensanleihen; 2) illiquide alternative Anlagen, deren Renditequellen weitgehend konjunkturunabhängig sind, wie z. B. Insurance-Linked Strategies und Holzanlagen; 3) Hedge-Fonds, deren Trading-Strategien mittlere Korrelationsniveaus erzeugen; 4) Mikrofinanzinvestments und 5) Direktimmobilien.

Investment Ideas 1.10 → vgl. Seite 14

- Hedge-Fonds
- Insurance-Linked Strategien (ILS)
- Investment-Grade-Unternehmensanleihen

Globaler Markt für Gewerbeimmobilien

→ GI 1.10 → vgl. Seiten 48–50

2010 könnte die Wende am weltweiten Markt für direkte Gewerbeimmobilien bringen. Die Bewertungen erscheinen insgesamt attraktiv, und die Mieteinnahmen dürften im Zuge der Wirtschaftserholung die Talsohle erreichen. Dennoch empfehlen wir, sowohl in geografischer Hinsicht als auch mit Blick auf die Art der Immobilienanlagen weiterhin selektiv vorzugehen. Ob direkt oder indirekt – es gibt viele Möglichkeiten, in Immobilien zu investieren. Das einfachste Beispiel einer Direktanlage ist der Erwerb einer Immobilie. Wir sehen auf den weltweiten Märkten für direkte Gewerbeimmobilien attraktive Anlagechancen. Unsere Favoriten sind Einzelhandelsobjekte in den Schwellenländern sowie erstklassige Büroimmobilien in bestimmten aufstrebenden, asiatischen und westeuropäischen Märkten. Jedoch auch Märkte, die der Erholung hinterherhinken, wie die USA, könnten 2010 einige positive Überraschungen bereithalten. Angesichts der Unsicherheit am Vermietungsmarkt empfehlen wir, sich auf erstklassige Objekte in Top-Lagen zu konzentrieren. Anleger können auch über öffentliche oder private Beteiligungsfonds an Direktimmobilien partizipieren. Indirekte Immobilienanlagen erfolgen gewöhnlich über Eigenkapitalinstrumente wie Anteile an Immobiliengesellschaften, börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften (REIT), Immobilienaktienfonds oder börsengehandelten Fonds (ETF), die Immobilienaktienindizes nachbilden.

Investment Ideas 1.10 → vgl. Seite 14

- Immobilienpublikumsfonds

Foto: Bettmann/CORBIS Specter

Deutsche Inflation 1924
Nach der Niederlage im Ersten Weltkrieg und den lähmenden Reparationszahlungen im Rahmen des Versailler Vertrags erreichte die deutsche Hyperinflation von 1923–1924 ein derart vernichtendes Ausmass, dass die Menschen wertlose Geldscheine sogar zum Heizen und Kochen verwendeten.

Inflation

→ GI 1.10 → **vgl. Seiten 32–35**

■ Inflationsrisiken sollten bei Asset-Allocation-Entscheidungen berücksichtigt werden, da die Teuerung die Realrenditen mindert und die Nominalrenditen diverser Anlagekategorien stark beeinflussen kann.

Trotz kurzfristig geringer Inflationsrisiken schüren tiefe Zinsen, die wachsende Staatsverschuldung und quantitative Lockerungsmassnahmen längerfristige Inflationssorgen. Steigende Inflationsraten belasten die realen Anlageerträge, wenn die Nominalrenditen nicht in gleichem Masse wie die Teuerung steigen. Aus Performancesicht macht es einen Unterschied, ob die Inflation bei hohem Wachstum (Boom) oder tiefem Wachstum und Rezession (Stagflation) wie Mitte der 70er-Jahre auftritt.

Fixed-Income-Strategie

Auf die Realrendite der meisten festverzinslichen Papiere wirkt sich ein Inflationsanstieg negativ aus, da sie einen nominellen Kupon zahlen. Wenn die Inflation steigt, sollten Anleger daher aus taktischen Gründen in kürzer laufende bzw. inflationsgebundene Anleihen umschichten. Kurzfristige Papiere profitieren schneller von einer Kuponerhöhung durch den Emittenten als Reaktion auf eine höhere Inflation, während die Zinszahlungen inflationsgebundener Anleihen direkt an die Teuerung gekoppelt sind.

Devisenstrategie

Wenn die Teuerung bei starkem Wirtschaftswachstum von steigenden Rohstoffpreisen angeheizt wird, dürften Rohstoffwährungen wie der AUD oder BRL profitieren. Bei global hohen Inflationsraten sollten sich zuverlässige Inflationsschutzwährungen wie der CHF relativ gut entwickeln.

Aktienstrategie

Während Wirtschaftswachstum die Erträge aus Aktienanlagen klar positiv beeinflusst, sind die Auswirkungen von Inflation, oder genauer von Inflationsschocks, generell negativ. Finanzwerte und zyklische Konsumgüter schneiden bei steigender Inflation tendenziell am schlechtesten ab. Der Energiesektor ist der einzige, der zur Inflation eine bedeutend positive Beziehung aufweist, während die Wirkung der Inflation auf die Erträge defensiver Sektoren wie Pharma uneindeutig ist.

Alternative Investments

Die Erträge aus einem diversifizierten Rohstoffkorb korrelieren mit Inflationsschocks positiv. Einzelne Rohstoffe wie Rohöl und Gold haben in der Vergangenheit ebenfalls einen guten Inflationsschutz geboten, allerdings tut sich Gold mit einem starken Wirtschaftswachstum schwer. Direkte Immobilienanlagen können ebenfalls als teilweiser Inflationsschutz fungieren, da die Höhe der Mieten häufig an die Inflationsrate gekoppelt ist.

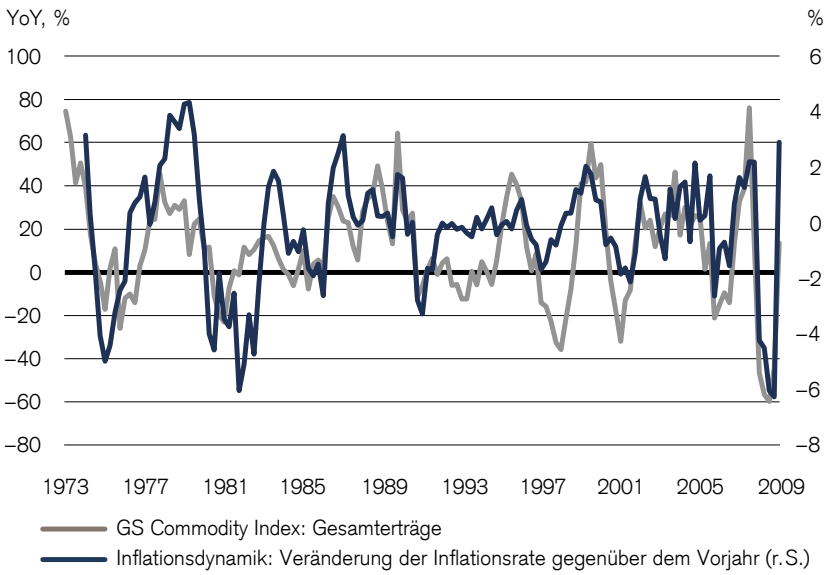
Fazit: Portfoliostrategie

In Perioden der Stagflation empfehlen wir eine Übergewichtung von Gold, inflationsgebundenen bzw. kurzfristigen Staatsanleihen oder Geldmarktinstrumenten zulasten zyklischer Konsumgüterwerte und Finanzaktien. In Boomphasen hingegen sollte in Energiewerte, Rohöl und Rohstoffkörbe investiert und das Engagement bei langfristigen Staatsanleihen reduziert werden. –

Rohstofferträge korrelieren mit der Inflation positiv

Rohstoffinvestments entwickeln sich bei steigender Inflation tendenziell gut, da steigende Rohstoffpreise selbst ein bedeutender Inflationstreiber sind.

Quelle: Bloomberg, Credit Suisse



Martin Bernhard, Research Analyst
+41 44 334 83 22, martin.bernhard@credit-suisse.com

Anleihen und Inflation

→ GI 1.10 → **vgl. Seiten 32–35**

Deutschland I/L	**BUY**
DBRI (AAA/Aaa) 1.5% 04.2016 in EUR Von der deutschen Regierung emittierte Inflationsanleihe, die an den europäischen Verbraucherpreisindex (HVPI) gekoppelt ist.	
US Treasury TIPS	**BUY**
TII (AAA/Aaa) 1.25% 04.2014 in USD Vom US-Finanzministerium emittierte Inflationsanleihe, die an den US-Verbraucherpreisindex (VPI-U) gekoppelt ist.	

- Eine höhere Inflation führt gewöhnlich zu höheren Zinsen. In diesem Fall schneiden kurzfristige Nominalanleihen besser ab als ihre langfristigen Pendants.
- Inflationsgebundene Anleihen sind direkt an Inflationsindizes gekoppelt und erzielen folglich eine Outperformance, wenn die Inflation steigt bzw. die Inflationserwartungen zunehmen.

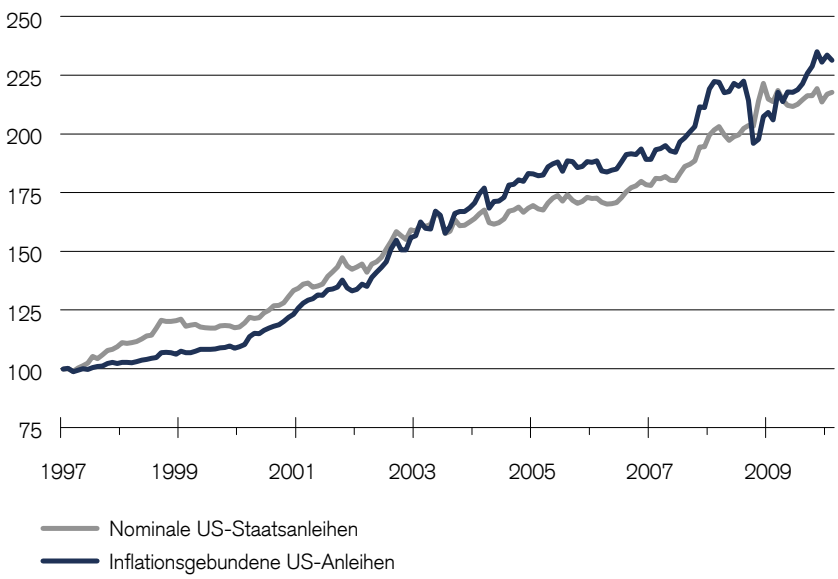
Wenn die Inflation steigt oder für einen längeren Zeitraum hoch bleibt, dürfte dies die Zinsen in zweifacher Weise beeinflussen: Zum einen würden die Renditen aufgrund der Erhöhung der kurzfristigen Zinsen durch die Zentralbanken einen potenziellen Anstieg verzeichnen, und die Inflationserwartungen könnten ebenfalls steigen. Zum anderen könnte die Inflation den Verlauf der Renditekurve beeinflussen, wobei die langfristigen Zinsen stärker ansteigen dürften als die Zinsen am kurzen Ende. Inwieweit sich die Inflation auf Anleihen auswirkt, hängt demzufolge von der Laufzeit (und somit der Duration) der Anleihe ab. Bei steigender Inflation ist es meist günstiger, sich auf Nominalanleihen mit kurzer Laufzeit und fixem Coupon oder gar Floating Rate Notes zu fokussieren, da diese Papiere auf Zinsänderungen weniger stark reagieren als Anleihen mit höherer Duration.

Daneben besteht noch die Möglichkeit eines Direktengagements in Inflationsindizes, um von einem Anstieg der Inflation zu profitieren. Im festverzinslichen Bereich werden inflationsindexierte Anleihen (Inflation-Linked Bonds, ILBs) für diesen Zweck verwendet. ILBs werden hauptsächlich von Regierungen emittiert. Im Unterschied zu anderen Staatsanleihen bleibt ihr Nominalbetrag nicht konstant, sondern steigt mit der Inflation. Der nominale Preis einer inflationsgebundenen Anleihe steigt somit analog zur Gesamtinflationsrate, die die Komponenten Nahrungsmittel und Energie miteinschliesst. Bei einer moderaten Teuerung wird erwartet, dass sich ILBs mehr oder weniger gleichauf mit anderen Staatsanleihen entwickeln, während sie bei steigender Inflation bzw. steigenden Inflationserwartungen eine Outperformance erzielen sollten (ILBs werden jedoch, wie nominale Staatsanleihen, durch steigende reale Renditen negativ beeinflusst). ILBs in USD oder EUR haben zudem eine sogenannte «Inflationsuntergrenze» eingebaut, die eine gewisse Absicherung gegen lange Deflationsphasen bietet. –

Langfristige Wertentwicklung von ILB-Indizes

Inflationsgebundene Anleihen haben sich in der Vergangenheit ähnlich entwickelt wie andere Staatsanleihen, sollten aber in Zeiten hoher Inflation eine Outperformance erzielen

Quelle: Credit Suisse



Dr. Karsten Linowsky, Research Analyst
+41 44 333 24 15, karsten.linowsky@credit-suisse.com

Währungen und Inflation

→ GI 1.10 → **vgl. Seiten 32–35**

■ Wir sehen Schwellenländerwährungen weiterhin in einem strukturellen Aufwärtstrend. Unterbewertete asiatische Währungen bieten langfristige Anlagechancen.

Die Inflation wirkt sich auf Währungen in zweierlei Weise aus. Gemäss der Theorie der Kaufkraftparität sollte eine gegenüber einem anderen Land höhere Binneninflation längerfristig zu einer nominalen Abwertung der Währung des betreffenden Landes führen. Anderseits führt ein höheres Teuerungsniveau – unter sonst gleichen Umständen – zu einer realen Aufwertung der Währung. Als die Schweiz und Japan in der Vergangenheit ihre Inflationsraten senkten, hatte dies zur Folge, dass der CHF und der JPY in den letzten 30 Jahren einen langfristigen Aufwertungstrend zum USD und anderen Währungen verzeichneten. Dies hängt auch damit zusammen, dass die Sparquote in beiden Ländern relativ hoch ist und die Inflation daher von der Bevölkerung wohl negativer gesehen wird. Bei der Beurteilung der Auswirkungen der Inflation auf die Währungen gilt es zwischen den verschiedenen Inflationsquellen zu unterscheiden, d. h. ob die Teuerung durch höhere Löhne, Mieten oder Rohstoffpreise verursacht wird. Sind steigende Rohstoffpreise aufgrund eines starken weltwirtschaftlichen Wachstums der Treiber, so dürften Rohstoffwährungen wie der AUD oder der BRL als Schwellenmarktvertreter entsprechend profitieren. In den Schwellenmärkten könnte ein Preisanstieg für Rohstoffe, die das jeweilige Land importiert (z. B. Nahrungsmittel) durch eine nominale Aufwertung der Landeswährung abgemildert werden. Liegt jedoch das Inflationsniveau weltweit sehr hoch, kann dies das globale Wachstum belasten und Währungen von Ländern mit Inflationsziel (z. B. den CHF) positiv beeinflussen.

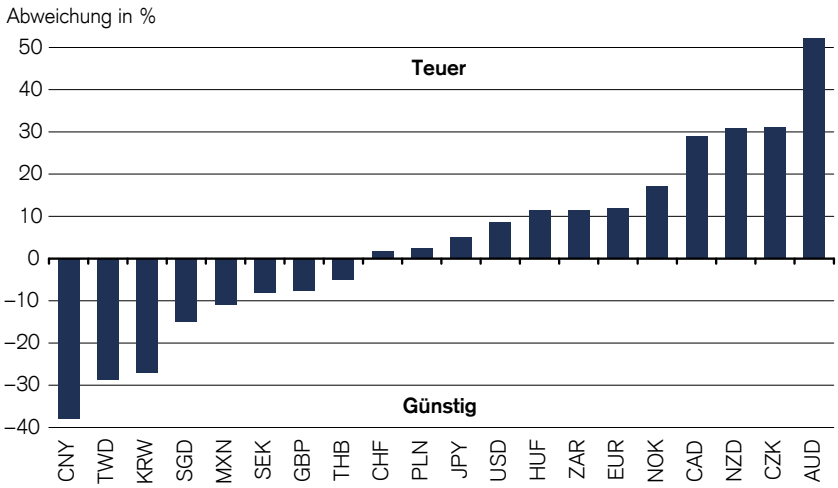
Die Schwellenländerwährungen dürften aufgrund des Aufholprozesses und höheren Produktivitätswachstums dieser Länder einen strukturellen Aufwärtstrend ihres realen effektiven Wechselkurses verzeichnen – eine Entwicklung, die von einer nominalen Aufwertung begleitet werden sollte. Auch wenn einige Länder versuchen könnten, diesen Aufwertungstrend durch Akkumulation von Devisenreserven und Devisenmarktinterventionen zu verlangsamen oder aufzuhalten, so resultiert dies doch in einer höheren Inflation und belastet die Kaufkraft der Bevölkerung. Bei einem Teuerungsanstieg in den Schwellenmärkten dürfte der Anreiz für eine grössere nominale Währungsaufwertung bestehen, da diese vor allem auch zur Dämpfung der Inflation beiträgt. Am ehesten dürfte sich der Inflationsdruck in Ländern mit einem wettbewerbsfähigen Exportsektor bemerkbar machen (Balassa-Samuelson-Effekt). Die Löhne sind in diesem Sektor wegen des starken Produktivitätswachstums höher, sie setzen die Löhne im weniger produktiven Binnensektor unter Aufwärtsdruck und heizen damit die Inflation an.

Auf 12M-Sicht bevorzugen wir daher die Währungen rohstoffexportierender Schwellenländer, die tiefer bewerteten asiatischen Währungen sowie hochverzinsliche Schwellenmarktwährungen. Obwohl wir für die BRIC-Währungen (BRL, RUB, INR, CNY) noch weiteres Aufwärtspotenzial sehen, könnten die unterbewerteten asiatischen Währungen mit ihren Pendants in Brasilien, Russland, Indien und China, die in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem USD bereits erheblich zugelegt haben, gleichziehen. –

Abweichung der Währungen vom CSFV

Die Abbildung zeigt die Abweichung der einzelnen Währungen von unseren geschätzten Fair Values (CSFV). Demnach sind die asiatischen Währungen im Vergleich zu den Rohstoffwährungen wie dem AUD nach wie vor unterbewertet.

Quelle: Bloomberg, Credit Suisse



Letzter Datenpunkt: 8. April 2010

Marcus Hettinger, Head FX Research
+41 44 333 13 63, marcus.hettinger@credit-suisse.com

Rohstoffe und Inflation

→ GI 1.10 → **vgl. Seiten 32–35**

Credit Suisse Commodity Benchmark (CSCB)	**BUY**
Der CSCB ist ein breit gefasster Rohstoffindex, der ein allgemeines Engagement in dieser Anlagekategorie ermöglicht.	
Industriemetalle, insbesondere Kupfer	**BUY**
Industriemetalle dürften ihre gute Performance fortsetzen, da das globale Wirtschaftswachstum an Breite gewinnt. Unser bevorzugtes Metall ist Kupfer.	

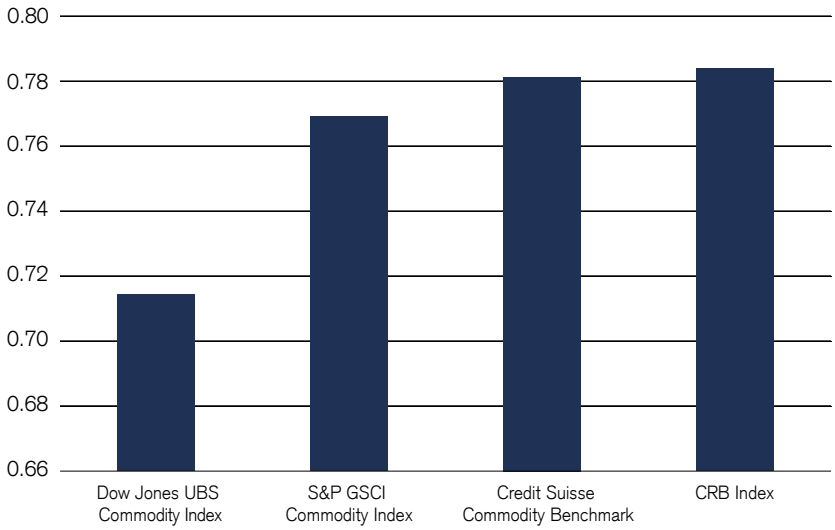
- Rohstoffe sind am Puls der globalen Wirtschaftsaktivität. Bei einer Konjunkturerholung wächst die Nachfrage nach Rohstoffen, und die Preise beginnen zu steigen. Dies ist eine der Ursachen für Inflation.
- Da die Rohstoffpreise die Entwicklung der Inflation ziemlich gut nachbilden, kann ein Rohstoffengagement dazu beitragen, das Portfolio vor steigender Inflation zu schützen.

Nach den scharfen Preisrückgängen in der Rezession haben Rohstoffe im Zuge der jüngsten Erholung das Anlegerinteresse wieder geweckt, insbesondere als Absicherung gegen einen potenziellen Inflationsanstieg. Zwischen Rohstoffen und der Teuerung besteht eine enge Verbindung. Rohstoffe stehen im Fokus der Wirtschaftsaktivität. Im Zuge des breiter werdenden Aufschwungs der Weltwirtschaft zieht die Rohstoffnachfrage entsprechend an. Da an den meisten Rohstoffmärkten die Lager die Nachfrage nur für ein paar Wochen decken, kann ein Anstieg des Verbrauchs relativ rasch zu einem Bestandsrückgang führen – mit unmittelbaren Auswirkungen auf die Preise. Dies ist eine der ersten Ursachen für den Inflationsdruck während einer wirtschaftlichen Erholung. Besonders ausgeprägt ist die Beziehung für zyklische Rohstoffe wie Industriemetalle oder Energie, die als Inputfaktoren in die Industrieproduktion eingehen. Folglich weisen diese Rohstoffe die höchste Korrelation mit der Inflation auf. Wie die Abbildung deutlich zeigt, korrelieren alle grossen Rohstoffindizes eng mit der Inflation. Am engsten ist diese Korrelation jedoch bei den Indizes, die über einen hohen Energie- und Industriemetallanteil verfügen.

Gold geniesst ebenfalls den Ruf, Inflationsschutz zu bieten. Die Beziehung zwischen Gold und Inflation ist jedoch indirekter Natur und funktioniert meist nur langfristig. Gold wird primär für Schmuck und zu Anlagezwecken verwendet, während es in der Industrieproduktion nur eine untergeordnete Rolle spielt. Ein Anstieg des Wirtschaftswachstums hat für den Goldkonsum somit deutlich geringere Auswirkungen als für die zyklischen Märkte. Davon abgesehen wirft eine Goldanlage keinen Zins ab. Das bedeutet, dass die Zinsen die Opportunitätskosten der Goldhaltung repräsentieren. Bei fallenden Realzinsen – z. B. wenn die Inflation steigt, die Zinsen aber unverändert bleiben (dies sind in der Regel Phasen, in denen die Wirtschaft schwach ist) – schneidet Gold daher üblicherweise gut ab. Wenn die Inflation jedoch steigt, erhöhen die Zentralbanken meist irgendwann die Zinsen. Das Aufwärtspotenzial für Gold wird dadurch entsprechend begrenzt. Langfristig, d. h. über einen Zeithorizont von mehreren Jahren, besteht zwischen dem Goldpreis und der Inflation eine positive Beziehung. Einen direkteren Inflationsschutz bieten allerdings zyklische Rohstoffe wie Industriemetalle oder Energie oder auch ein breit gefasster Rohstoffindex. –

Rohstoffindizes und US-Inflation

Rohstoffindizes korrelieren üblicherweise eng mit der Teuerung. Bei Indizes mit hohem Energie- und Industriemetallanteil kann die Korrelation sogar einen Wert von über 0.75 erreichen. **Quelle: Bloomberg, Credit Suisse**



■ Korrelation der monatlichen Erträge (YoY) seit 2002

Tobias Merath, CFA, Head Commodity Research
+41 44 333 13 62, tobias.merath@credit-suisse.com

Foto: Bettmann/CORBIS Specter

Die Konferenz von Bretton Woods
Diese in New Hampshire, USA, im Juli 1944 unterzeichnete Vereinbarung schuf die Grundlage der internationalen wirtschaftlichen Zusammenarbeit nach dem Zweiten Weltkrieg. Sie legte für bedeutende Währungen feste Wechselkurse im Verhältnis zum Gold fest und bestand mit Änderungen bis 1971 fort. Das Abkommen führte auch zur Gründung des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbank.

Bionische Prothesen

→ GI 1.10 → **vgl. Seite 53**

Sonova | **SOON VX** — **BUY**

Mit der jüngsten Übernahme von Advanced Bionics hat Sonova einen bedeutenden Anteil am Markt für Innenohrimplantate erworben.

Cochlear | **COH AU** — **HOLD**

Cochlear ist der Marktführer für Innenohrimplantate. Das Unternehmen kontrolliert rund zwei Drittel des globalen Marktes.

■ Innenohrimplantate sind in der Bionik der am weitesten fortgeschrittene Bereich und verfügen über ein beträchtliches Wachstumspotenzial.

In der Bionik wird versucht, verloren gegangene Körperteile oder -funktionen mittels mechanischer und an das natürliche Pendant eng angepasster Ersatzstücke wiederherzustellen. Die Fortschritte in einer Vielzahl wissenschaftlicher Felder tragen zur Entwicklung früher ungeahnter Anwendungsmöglichkeiten bei. Denken wir beispielsweise an gedankenkontrollierte künstliche Gliedmassen oder die Wiederherstellung des Sehvermögens. Weitere Fortschritte im Bereich Gehirn-Computer-Schnittstellen haben das Potenzial, völlig neue Möglichkeiten der Interaktion mit Maschinen zu eröffnen.

Auch wenn die Bionik in zahlreichen Bereichen noch am Anfang steht, so wird eine Anwendung doch bereits routinemässig eingesetzt: Innenohrimplantate. Diese Geräte wurden entwickelt, um stark hörgeschädigten oder tauben Menschen das Hören von Geräuschen und die Kommunikation durch Sprache zu ermöglichen. Cochlear und Sonova machen zusammen rund 85% des heutigen Marktwertes aus. Wir rechnen damit, dass der Markt für Innenohrimplantate in den nächsten zehn Jahren mit einer jährlichen Wachstumsrate von ca. 15% expandieren wird. –

Dr. Thomas C. Kaufmann, Research Analyst
+41 44 334 88 38, thomas.c.kaufmann@credit-suisse.com

Mobiler Lifestyle

→ GI 1.10 → **vgl. Seite 52**

Salesforce.com — **HOLD**

CRM US | Die Kundenbeziehungsmanagement-Dienste, die Salesforce.com zur Verfügung stellt, sind insbesondere für KMUs attraktiv.

Apple — **HOLD**

AAPL US | Die Produkte von Apple sind einfach in der Handhabung und ermöglichen dem Verbraucher, von den Vorzügen des mobilen Zugangs zu profitieren.

Google — **BUY**

GOOG US | Google profitiert von seiner webbasierten Suchmaschine als Plattform für ergänzende Dienste wie Gmail oder Werbung.

■ Der Digitalisierungstrend im IT-Sektor tritt nicht nur in eine neue Dekade ein, sondern wird auch zunehmend von Innovationen getrieben, deren Fokus auf dem mobilen Internet liegt.

Unserer Meinung nach leiten das iPhone und das iPad den echten Durchbruch des mobilen Internets zu den Massenmärkten ein. Ihre innovative, bedienerfreundliche Benutzeroberfläche und die Möglichkeit, verschiedene Anwendungen für eine bessere Nutzung der Geräte zu laden, ermöglichen Verbrauchern und Unternehmen, von den Vorteilen des mobilen Zugangs zu profitieren. Diese neue Kundenerfahrung öffnet die Tür zu einer Vielzahl neuer innovativer Märkte (z. B. vergrösserte Realität/«Augmented Reality», mobile Zahlung, mobile Werbung und GPS-Positionsdienste).

Wir betrachten «Software as a Service» (SaaS) als revolutionäre Technologie im Markt für Unternehmenssoftware. «SaaS» bedeutet Software auf Abruf per Internet. Das Modell stellt einen langfristigen Wachstumstreiber dar, dessen Umsatzvolumen 2013 laut Gartner Research bei USD 14.4 Mrd. liegen könnte. Dies entspräche einem Jahreswachstum von 18% von 2009 bis 2013. Das mobile Internet könnte diese nachhaltige Outperformance sogar beschleunigen, indem es eine effizientere Nutzung dieser umwälzenden Technologie ermöglicht. –

Uwe Neumann, CEFA, Research Analyst
+41 44 334 56 45, uwe.neumann@credit-suisse.com

Ulrich Kaiser, CEFA, Research Analyst
+41 44 334 56 49, ulrich.kaiser@credit-suisse.com

Schwellenmarktkonsumenten

→ GI 1.10 → **vgl. Seiten 38–41**

British American Tobacco BUY

BATS LN | Der Tabakkonzern ist gut positioniert, um von einem positiven Demografietrend und einer steigenden Erschwinglichkeit in den Schwellenmärkten zu profitieren.

Danone BUY

BN FP | Hat sich von einem breit diversifizierten Anbieter für die entwickelten Märkte zu einem schwellenmarktorientierten Unternehmen mit Fokus auf die wachstumsstärksten Kategorien gewandelt.

Dufry BUY

DUFN SW | Der Reisehändler profitiert von seinem erstklassigen und international diversifizierten Portfolio von Flughafenkonzessionen.

Nestlé BUY

NESN VX | Wir betrachten den «Popularly Priced Products»-Ansatz des Unternehmens für die Zielgruppe der Schwellenmarktkonsumenten als vielversprechend.

Richemont BUY

CFR VX | Verfügt über ein einzigartiges Markenportfolio von «Hard Luxury Goods», ein überragendes Engagement in den Schwellenmärkten und marktführende Positionen in Asien.

China Mengniu Dairy BUY

2319 HK | Ist eine der besten Alternativen, um von Chinas steigendem Milchkonsum und der Urbanisierungsdynamik des Landes zu profitieren.

- Die Emerging Markets sind für viele Konsumunternehmen die wichtigste Wachstumsquelle.
- Unternehmen in den entwickelten Märkten sind eine sinnvolle Möglichkeit für ein diversifiziertes Investmentengagement, um von den Verbrauchertrends der globalen Schwellenmärkte zu profitieren.

Anleger, die vom stark steigenden Privatkonsum in den Emerging Markets (EM) profitieren möchten, können entweder direkt in EM-Aktien investieren oder nach Industrieländer-Konsumwerten mit starkem EM-Engagement suchen. Diese indirekten EM-Engagements bieten den Vorteil, dass sie geografisch oft breiter gestreut sind und zudem eine höhere Liquidität, Transparenz und Zugänglichkeit aufweisen.

British American Tobacco dürfte aufgrund seiner grossen Preisgestaltungsmacht und Kosteneinsparungen weiterhin robust wachsen. Dank günstiger Demografietrends und einer zunehmenden Erschwinglichkeit sollten die Zigarettenumsätze in den Schwellenmärkten weiter steigen.

Danone hat sein Produktportfolio auf die vier wachstumsstärksten Kategorien (frische Molkereiprodukte, Gesundheits- und Babynahrung sowie Wasser) neu ausgerichtet und erzielt damit in den Schwellenmärkten hohe Umsätze.

Dufry ist ein attraktiver internationaler Reisehändler mit diversifiziertem Flughafenkonzessionsportfolio. Zwei Drittel seiner Umsätze stammen aus den Schwellenländern.

Mit der «Popularly Positioned Products»-Strategie verfolgt Nestlé erfolgreich einen integrierten Ansatz zur Durchdringung der Schwellenmärkte und setzt seinen Marketing-Mix intelligent ein.

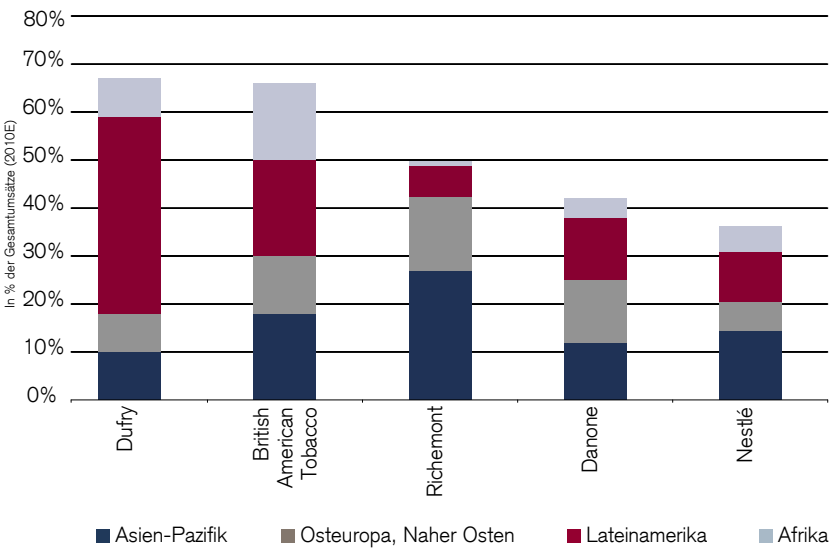
Richemont erzielt die Hälfte seiner Umsätze mit «harten» Luxusmarkenprodukten in den Schwellenmärkten, insbesondere in Asien.

Als grösster und vielversprechendster Konsumgütermarkt bietet China zahlreiche attraktive Möglichkeiten für Direktanlagen in lokale Konsumgüterhersteller wie China Mengniu Dairy, den zurzeit führenden chinesischen Hersteller von Milchprodukten. Das Unternehmen zeichnet sich durch eine hohe operative Effizienz und ein umfangreiches Vertriebsnetz aus. –

Schwellenmarktengagement globaler Konsumgüterhersteller

Viele globale Konsumunternehmen erwirtschaften einen wesentlichen Teil ihrer Umsätze in den Schwellenmärkten und verzeichnen dort ein strukturell überragendes Wachstum.

Quelle: Unternehmensdaten, Credit Suisse



Pascal Rohner, CFA, Research Analyst
+41 44 334 56 88, pascal.rohner.3@credit-suisse.com

Olivier P. Müller, CFA, CAIA, FRM, Research Analyst
+41 44 333 01 46, olivier.p.mueller@credit-suisse.com

Timothy Fung, CFA, CPA, Research Analyst
+852 2841 4812, timothy.fung@credit-suisse.com

Foto: Mathias Hofstetter

Eine weitere Fusionswelle?
Nachdem die Kreditkrise das Fusions- und Übernahmegeschehen während langer Zeit gedämpft hat, ist nun infolge des sich aufhellenden Geschäftsklimas und der hohen Liquiditätspositionen der Unternehmen mit einer Belebung zu rechnen. Dies kann sowohl für Aktionäre als auch Anleiheninhaber weitreichende Konsequenzen haben.

M&A-Aktivität

→ GI 1.10 → **vgl. Seiten 45–47**

KPN BUY
KPN NA | KPN bietet eine hohe Gewinntransparenz und attraktive Dividende.

Tullow Oil BUY
TLW LN | Tullow Oil gehört zu den attraktivsten Explorationsunternehmen in der europäischen Energiebranche.

Temenos BUY
TEMN SW | Temenos bietet strukturelle Wachstumsaussichten im mittleren Zehnerbereich, die im Aktienkurs noch nicht eingepreist sind.

Nobel Biocare HOLD
NOBN VX | Nobel Biocare ist ein Marktführer, der sich zurzeit in einer internen Restrukturierungsphase befindet.

Mylan BUY
MYL US | Mylan ist der drittgrösste Generikahersteller weltweit und in diesem volumengetriebenen Geschäft gut positioniert.

Coach BUY
COH US | Coach ist ein führender Luxusgüterhersteller mit attraktivem Wachstumspotenzial in China.

- Mit dem zunehmend besseren Geschäftsklima und den guten Unternehmensbilanzen sind die Bedingungen für einen soliden Anstieg der Fusions- und Übernahmeaktivitäten (M&A) gegeben.
- Wir liefern eine Liste von Unternehmen mit Eigenschaften, die potenzielle Käufer attraktiv finden könnten.

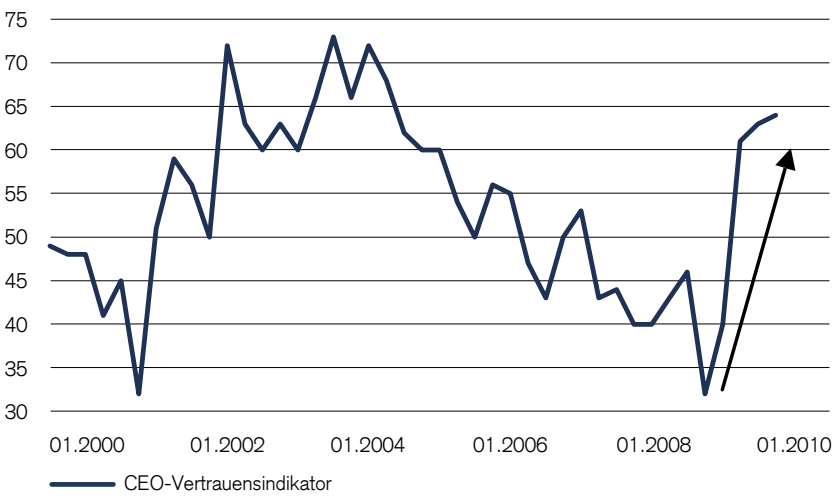
Die M&A-Tätigkeit hat zuletzt wieder angezogen. Obwohl es kaum zu einem Boom wie Ende der 90er-Jahre kommen dürfte, sind unseres Erachtens die Bedingungen für einen soliden Anstieg der Übernahmeaktivitäten gegeben. Der nichtfinanzielle Unternehmenssektor hat in der letzten Zeit ziemlich hohe Cash-Reserven aufgebaut. Diese liquiditätsstarken Bilanzen versetzen Unternehmen jetzt in die Lage, Akquisitionen zu tätigen. Ungeachtet solcher Cash-Positionen wird sich ein Unternehmen natürlich nur dann um die Übernahme eines anderen Unternehmens bemühen, wenn es sich davon eine akzeptable Kapitalrendite verspricht. Vor diesem Hintergrund ist das Geschäftsklima entscheidend. Was dies betrifft, hat sich die Zuversicht im Unternehmenssektor mittlerweile wieder deutlich verbessert (vgl. Abb.). Auch in den kommenden Monaten rechnen wir mit einem anhaltend stabilen Geschäftsklima. Unseres Erachtens befinden wir uns nämlich in der Anfangsphase eines soliden Gewinnzyklus, der die Cash-Position der Unternehmen weiter stärken dürfte.

Ein Anstieg der M&A-Aktivität geht für die Aktionäre mit bedeutenden Implikationen einher. Insbesondere profitieren die Aktionäre des Zielunternehmens üblicherweise von einer unmittelbaren Aktienkurssteigerung. In einem Versuch, potenzielle Zielunternehmen zu identifizieren, haben wir unter Verwendung unseres HOLT-Bewertungsmodells Unternehmen mit Eigenschaften analysiert, die potenzielle Käufer attraktiv finden könnten: so z. B. eine relativ tiefe Verschuldung bzw. ein hohes nachhaltiges Wachstum. Anschliessend haben wir auf der Grundlage von Erkenntnissen unserer Fundamentalanalysten eine qualitative Einschätzung der M&A-Aussichten vorgenommen. Das Ergebnis ist eine Auswahl von Unternehmen, die sich für potenzielle Käufer als interessant erweisen könnten. –

CEOs wieder deutlich zuversichtlicher

Die gestiegene Zuversicht unter Unternehmensführern dürfte zu einem Anstieg der M&A-Aktivität führen.

Quelle: Credit Suisse, The Conference Board



Paul Danis, CFA, Equity Research Analyst
+44 20 7883 2458, paul.danis@credit-suisse.com

Unkorrelierte Anlageklassen

→ GI 1.10 → **vgl. Seiten 42–44**

Investment-Grade-Unternehmensanleihen BUY
Erstklassige Unternehmensanleihen weisen tiefe Korrelationen zu Aktien auf und dürften 2010 eine ordentliche Performance verzeichnen.

Hedge-Fonds BUY
Hedge-Fonds profitieren von den stabileren Marktbedingungen und besseren Anlagegechancen.

Insurance-Linked Strategien (ILS) BUY
Versicherungsgebundene Strategien korrelieren kaum mit dem Konjunkturzyklus und sind als Vermögenswerte relativ illiquid.

■ Zur Portfoliodiversifikation bedarf es Anlageklassen wie Investment-Grade-Anleihen, Nutzholz, Gold, Hedge-Fonds und Mikrofinanz.

Portfoliodiversifikation und Risikoreduktion bedingen eine Auswahl von Anlageklassen, die eine tiefe Korrelation zueinander aufweisen. Die Kreditkrise von 2008 hat gezeigt, dass sich während eines Marktzusammenbruchs kaum eine angemessene Diversifikation aufrechterhalten lässt, da die traditionellen Marktbeziehungen in diesem Fall nicht mehr funktionieren. Um ein gut diversifiziertes Portfolio zu konstruieren, müssen Anleger zwischen verschiedenen Anlageklassen sowie zwischen echten und synthetischen Diversifizierern unterscheiden. Die Renditetreiber echter Diversifizierer wie ILS-Strategien weisen selbst bei Marktverwerfungen eine tiefe Korrelation zu Anleihen und Aktien auf, da zwischen Naturkatastrophen und dem Konjunkturzyklus kaum ein Zusammenhang besteht. Synthetische Diversifizierer wie Hedge-Fonds oder Unternehmensanleihen mit Investment Grade bieten unter normalen Marktbedingungen einen guten Diversifizierungsgrad. In Phasen massiver, aber seltener Marktstörungen wie 2008 und 1998 büssen sie ihre Eigenschaft als Diversifizierer allerdings weitgehend ein. –

Cédric Spahr, CFA, CAIA, Head of Alternative Investment Research
+41 44 333 96 48, cedric.spahr@credit-suisse.com

Kommerzielle Immobilien

→ GI 1.10 → **vgl. Seiten 48–50**

Immobilienpublikumsfonds BUY
Einen Immobilienpublikumsfonds mit einem Portfolio aus direkten Immobilienanlagen in Westeuropa.

■ Die globalen Direktmärkte für kommerzielle Immobilien bieten attraktive Anlagemöglichkeiten.

Das Jahr 2010 dürfte für die direkten kommerziellen Immobilienmärkte weltweit einen Wendepunkt markieren. Die Bewertungen wirken im Allgemeinen attraktiv, und die Mieterträge dürften im Zuge der Wirtschaftserholung einen Boden finden. Neben Einzelhandelsimmobilien in den Schwellenmärkten bevorzugen wir erstklassige Büroobjekte in ausgewählten aufstrebenden, asiatischen und westeuropäischen Märkten (Grossbritannien, Frankreich, Australien und Brasilien). Aber auch die USA könnten 2010 für einige positive Überraschungen sorgen. Generell gibt es zahlreiche Möglichkeiten, um in Immobilien zu investieren. Die direkte Investition bietet derzeit ein höheres Renditepotenzial als Immobilienaktien, da Letztere den Aufschwung bereits in beträchtlichem Masse eingepreist haben. Neben dem direkten Erwerb können Investoren ihr direktes Immobilienengagement auch über Immobilienfonds erzielen, deren Portfolio aus solchen Direktanlagen besteht. Immobilienpublikumsfonds in direkte kommerzielle Immobilien sind momentan allerdings nur für Europa erhältlich. –

Martin Bernhard, Research Analyst
+41 44 334 83 22, martin.bernhard@credit-suisse.com

Foto: Mathias Hofstetter

Wege zur Diversifikation im Jahr 2010
In den integrierten Finanzmärkten unserer Zeit kann es schwierig sein, Anlageklassen zu finden, die nicht in gleicher Weise auf Marktereignisse reagieren. Dennoch gibt es einige Anlagen, die eine geringe oder inverse Sensibilität gegenüber dem Konjunkturzyklus aufweisen und folglich das höchste Diversifikationspotenzial bieten.

In Berichten häufig verwendete Abkürzungen					
Abk.	**Beschreibung**	**Abk.**	**Beschreibung**	**Abk.**	**Beschreibung**
CAGR	Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (Compound annual Growth Rate)	EPS	Gewinn pro Aktie (Earnings per Share)	P/B	Kurs/Buchwert (Price-to-Book Value)
CFO	Cashflow aus operativer Tätigkeit (Cash Flow from Operations)	EV	Firmenwert (Enterprise Value)	P/E	Kurs-Gewinn-Verhältnis (Price-Earnings Ratio)
CFROI	Cashflow-Rendite auf dem investierten Kapital (Cash Flow Return on Investment)	FCF	Frei verfügbarer Cashflow (Free Cash Flow)	PEG	P/E dividiert durch das unternehmensspezifische Gewinnwachstum (P/E divided by EPS Growth)
DCF	Discounted Cashflow	FFO	Mittelfluss vor Veränderung des Nettoumlaufvermögens (Funds from Operations)	ROE	Eigenkapitalrendite (Return on Equity)
EBITDA	Betriebsgewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation	IBD	Verzinsliches Fremdkapital (Interest-bearing Debt)	ROIC	Rendite auf dem investierten Kapital (Return on invested Capital)

Offenlegungen

Bestätigung

Alle in diesem Bericht aufgeführten Analysten bestätigen hiermit, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über Unternehmen und deren Wertschriften mit ihren persönlichen Ansichten über sämtliche hier analysierten Unternehmen und Wertschriften übereinstimmen. Die Analysten bestätigen darüber hinaus, dass eine bereits erhaltene oder zukünftige Entschädigung in keiner Art und Weise direkt oder indirekt mit den in diesem Bericht ausgedrückten Empfehlungen oder Ansichten in Verbindung steht.

Wichtige Offenlegungen

Die Credit Suisse veröffentlicht Research-Berichte nach eigenem Ermessen. Dabei bezieht sie sich auf Entwicklungen in den analysierten Unternehmen, im Sektor oder Markt, die für die im Bericht geäusserten Meinungen und Ansichten wesentlich sein können. Die Credit Suisse veröffentlicht ausschliesslich unparteiische, unabhängige, eindeutige, faire und nicht irreführende Anlagestudien.

Der für alle Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Credit Suisse verbindliche Code of Conduct ist online unter folgender Adresse abrufbar:
https://www.credit-suisse.com/governance/doc/code_of_conduct_de.pdf

Weitere Informationen finden Sie im Dokument «Unabhängigkeit der Finanzanalyse» unter folgender Adresse:
https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_de.pdf

Die Entschädigung der für diesen Research-Bericht verantwortlichen Analysten setzt sich aus verschiedenen Faktoren zusammen, darunter dem Umsatz der Credit Suisse. Einen Teil dieses Umsatzes erwirtschaftet die Credit Suisse im Bereich Investment Banking.

Equity rating history as of 13/04/2010		
Company	**Rating**	**Date**
APPLE INC (AAPL US)	HOLD	seit 16.02.2010
	HOLD	seit 26.01.2010
	HOLD	seit 27.10.2009
	HOLD	seit 20.10.2009
	HOLD	seit 22.07.2009
	HOLD	seit 28.04.2009
	HOLD	seit 23.04.2009
BRITISH AMERICAN TOBACCO (BATS LN)	BUY	seit 25.02.2010
	BUY	seit 28.10.2009
	BUY	seit 30.07.2009
	BUY	seit 26.02.2009
CHINA MENGNIU DAIRY (2319 HK)	BUY	seit 17.12.2009
	BUY	seit 09.09.2009
	BUY	seit 08.07.2009
	HOLD	seit 07.07.2009
	HOLD	seit 11.06.2009
	HOLD	seit 17.04.2009
	SELL	seit 12.02.2009
CIE FINANCIERE RICHEMONT (CFR VX)	BUY	seit 29.03.2010
	BUY	seit 18.01.2010
	BUY	seit 16.11.2009
	HOLD	seit 13.11.2009
	HOLD	seit 10.09.2009
	HOLD	seit 18.05.2009
	HOLD	seit 14.05.2009
	HOLD	seit 20.01.2009
COACH (COH US)	BUY	seit 21.01.2010
	BUY	seit 21.10.2009
	BUY	seit 22.09.2009
	BUY	seit 07.09.2009
	HOLD	seit 29.07.2009
	HOLD	seit 18.05.2009
	HOLD	seit 21.01.2009
COCHLEAR LIMITED (COH AU)	HOLD	seit 10.02.2010
	HOLD	seit 12.08.2009
	HOLD	seit 16.06.2009
	BUY	seit 11.02.2009
DANONE (BN FP)	BUY	seit 12.02.2010
	BUY	seit 11.02.2010
	BUY	seit 23.10.2009
	BUY	seit 28.07.2009
	BUY	seit 24.07.2009
	BUY	seit 29.05.2009
	BUY	seit 26.05.2009
	BUY	seit 17.04.2009
	BUY	seit 16.04.2009
	BUY	seit 13.02.2009
DUFRY (DUFN SW)	BUY	seit 29.03.2010
	BUY	seit 26.03.2010
	BUY	seit 12.01.2010
	BUY	seit 11.11.2009
	BUY	seit 07.10.2009
	BUY	seit 02.09.2009
	BUY	seit 15.05.2009
	BUY	seit 14.05.2009
	BUY	seit 03.04.2009
GOOGLE (GOOG US)	BUY	seit 24.03.2010
	BUY	seit 03.02.2010
	HOLD	seit 22.01.2010
	HOLD	seit 19.10.2009
	HOLD	seit 16.10.2009
	HOLD	seit 17.07.2009
	HOLD	seit 18.05.2009
	HOLD	seit 12.05.2009
	TERMINATED	seit 19.02.2009

KPN NV (KPN NA)	BUY	seit 27.01.2010
	BUY	seit 26.01.2010
	BUY	seit 28.10.2009
	BUY	seit 27.10.2009
	BUY	seit 23.07.2009
	BUY	seit 30.06.2009
	HOLD	seit 28.04.2009
	HOLD	seit 29.01.2009
MYLAN (MYL US)	BUY	seit 03.03.2010
	BUY	seit 16.11.2009
	BUY	seit 24.09.2009
	HOLD	seit 26.08.2009
	HOLD	seit 06.05.2009
	BUY	seit 31.10.2008
NESTLE (NESN VX)	BUY	seit 19.02.2010
	BUY	seit 05.01.2010
	BUY	seit 04.01.2010
	BUY	seit 22.10.2009
	BUY	seit 12.08.2009
	BUY	seit 06.08.2009
	BUY	seit 29.07.2009
	BUY	seit 30.06.2009
	BUY	seit 22.04.2009
	BUY	seit 14.04.2009
	BUY	seit 12.03.2009
NOBEL BIOCARE (NOBN VX)	HOLD	seit 26.02.2010
	SELL	seit 11.02.2010
	SELL	seit 10.02.2010
	SELL	seit 05.11.2009
	SELL	seit 04.11.2009
	SELL	seit 14.08.2009
	SELL	seit 12.08.2009
	SELL	seit 30.04.2009
	SELL	seit 29.04.2009
	SELL	seit 13.02.2009
SALESFORCE.COM INC (CRM US)	HOLD	seit 25.02.2010
	HOLD	seit 18.11.2009
	HOLD	seit 22.09.2009
SONOVA (SOON VX)	BUY	seit 06.01.2010
	BUY	seit 11.11.2009
	HOLD	seit 03.09.2009
	HOLD	seit 20.05.2009
	HOLD	seit 19.05.2009
	HOLD	seit 09.04.2009
	HOLD	seit 28.11.2008
TEMENOS (TEMN SW)	BUY	seit 18.02.2010
	BUY	seit 14.01.2010
	BUY	seit 22.10.2009
	BUY	seit 16.09.2009
	BUY	seit 30.07.2009
	BUY	seit 02.07.2009
	BUY	seit 24.04.2009
	BUY	seit 23.02.2009
TULLOW OIL (TLW LN)	BUY	seit 29.01.2010
	BUY	seit 12.11.2009
	BUY	seit 23.09.2009
	BUY	seit 06.08.2009

Für (SALESFORCE.COM INC) werden nicht regelmässig fundamentale und/oder langfristige Research-Berichte erstellt. Die Abteilung Global Research behält sich vor, die Berichterstattung kurzfristig einzustellen. Für Informationen zu den spezifischen Risiken einer Investition in Wertschriften dieser Unternehmen wenden Sie sich bitte an Ihren Relationship Manager. Die Analysten oder deren Angehörige halten Positionen in Wertschriften von (NOBEL BIOCARE).

Zum Ende des Vormonats besass die Credit Suisse eine Beteiligung von 1 % oder mehr einer Gattung von Stammaktien von (DANONE, NESTLE, SONOVA, TULLOW OIL, KPN NV).

Die Verweise auf die Credit Suisse bei den folgenden Offenlegungen beinhalten alle Tochtergesellschaften der Schweizer Bank Credit Suisse AG und die mit ihr verbundenen Unternehmen, die innerhalb der Division Investment Banking operieren.

(DANONE, NESTLE, SONOVA, BRITISH AMERICAN TOBACCO, COCHLEAR LIMITED, DUFRY, TULLOW OIL, APPLE INC, COACH, GOOGLE, KPN NV, MYLAN) war/waren in den 12 Monaten vor Veröffentlichung dieses Berichts Kunde/Kunden bei der Credit Suisse.

Die Credit Suisse hat in den letzten 12 Monaten für (DANONE, NESTLE, SONOVA, BRITISH AMERICAN TOBACCO, COCHLEAR LIMITED, DUFRY, TULLOW OIL, COACH, GOOGLE, KPN NV, MYLAN) Dienstleistungen im Investment Banking erbracht.

Die Credit Suisse hat in den letzten 12 Monaten für (DANONE, NESTLE, BRITISH AMERICAN TOBACCO, APPLE INC, GOOGLE) Dienstleistungen ausserhalb des Investment Banking, darunter eventuell auch Sales- und Handelsdienstleistungen, erbracht.

Die Credit Suisse hat in den letzten 3 Jahren eine Wertschriftenemission für (NESTLE, SONOVA, DUFRY, KPN NV) als Manager oder Co-Manager begleitet.

Die Credit Suisse hat in den letzten 12 Monaten eine Wertschriftenemission für (NESTLE, KPN NV) als Manager oder Co-Manager begleitet.

Die Credit Suisse hat in den letzten 12 Monaten von (NESTLE, SONOVA, BRITISH AMERICAN TOBACCO, DUFRY, GOOGLE, KPN NV) eine Entschädigung für Dienstleistungen im Investment Banking erhalten.

Die Credit Suisse hat in den letzten 12 Monaten von (DANONE, NESTLE, BRITISH AMERICAN TOBACCO, APPLE INC) eine Entschädigung für Produkte und Dienstleistungen erhalten, die nicht im Zusammenhang mit dem Investment Banking stehen.

Die Credit Suisse erwartet in den nächsten 3 Monaten von (DANONE, NESTLE, SONOVA, BRITISH AMERICAN TOBACCO, COCHLEAR LIMITED, DUFRY, TULLOW OIL, COACH, GOOGLE, KPN NV, MYLAN, SALESFORCE.COM INC) eine Entschädigung für Dienstleistungen im Investment Banking oder beabsichtigt, eine entsprechende Entschädigung einzufordern.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Berichts tritt die Credit Suisse für die Wertschriften von (APPLE INC, GOOGLE, MYLAN) als Market Maker auf oder stellt Liquidität zur Verfügung.

Die Credit Suisse hält eine Handelsposition an (DANONE, NESTLE, NOBEL BIOCARE, SONOVA, TEMENOS, BRITISH AMERICAN TOBACCO, CIE FINANCIERE RICHEMONT, COCHLEAR LIMITED, DUFRY, TULLOW OIL, APPLE INC, CHINA MENGNIU DAIRY, COACH, GOOGLE, KPN NV, MYLAN, SALESFORCE.COM INC).

Ausätzliche Offenlegungen für folgende Rechtsordnungen

Hongkong: Mit Ausnahme der in diesem Bericht offengelegten Beteiligungen im Besitz des Analysten oder von dessen Mitarbeitern hält die Zweigniederlassung Credit Suisse Hong Kong keine offenlegungspflichtigen Beteiligungen.
Vereinigtes Königreich: Weitere Offenlegungsinformationen für den Bereich Fixed Income erhalten Kunden der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited unter der Telefonnummer +41 44 333 33 99.

Weitere Informationen wie Offenlegungen im Zusammenhang mit anderen Emittenten erhalten Sie online auf der Seite «Global Research Disclosure» der Credit Suisse unter folgender Adresse:
https://www.credit-suisse.com/research/disclaimer

Erläuterungen zur Analyse

Verteilung der Aktienratings per 13.04.2010		
	allgemein	**Beteiligungen Investment Banking allein**
BUY	50.92%	51.25%
HOLD	44.29%	43.76%
SELL	4.09%	4.33%
RESTRICTED	0.71%	0.67%

Relative Performance von Aktien
Auf Titelebene wird bei der Auswahl die relative Attraktivität der einzelnen Aktien gegenüber Sektor, Marktstellung, Wachstumsperspektiven, Bilanzstruktur und Bewertung berücksichtigt. Die Sektor- und Länderempfehlungen lauten «übergewichten», «neutral» und «untergewichten» und beziehen sich auf ihre relative Performance gegenüber den jeweiligen regionalen und globalen Benchmark-Indizes.

Absolute Performance von Aktien
Die Aktienempfehlungen lauten «BUY», «HOLD» und «SELL» («kaufen», «halten» und «verkaufen»). Diese gelten üblicherweise für einen Zeitraum von 6 bis 12 Monaten und sind von der erwarteten absoluten Performance der einzelnen Aktien gemäss folgenden Kriterien abhängig:

BUY: Anstieg des absoluten Aktienkurses um 10% oder mehr.
HOLD: Schwankung zwischen –10% und +10% des absolut Aktienkurses.
SELL: Sinken des absoluten Aktienkurses um 10% oder mehr.
RESTRICTED: Unter bestimmten Umständen können interne oder externe Vorschriften gewisse Arten der Berichterstattung ausschliessen, darunter z. B. Anlageempfehlungen während eines Engagements der Credit Suisse an einer Investment-Banking-Transaktion.
TERMINATED: Die Research-Berichterstattung wurde eingestellt.

Absolute Performance von Anleihen
Die Anleihenempfehlungen basieren grundsätzlich auf den geschätzten absoluten Renditen gegenüber dem entsprechenden Benchmark. Sie beziehen sich auf einen Zeithorizont von 3 bis 6 Monaten und sind wie folgt definiert:

BUY: Erwartungsgemäss dürfte die Performance der Anleihe diejenige des festgelegten Benchmarks übertreffen.
HOLD: Erwartungsgemäss dürfte die Performance der Anleihe derjenigen des festgelegten Benchmarks entsprechen.
SELL: Erwartungsgemäss dürfte die Performance der Anleihe hinter derjenigen des festgelegten Benchmarks zurückbleiben.
RESTRICTED: Unter bestimmten Umständen können interne oder externe Vorschriften gewisse Arten der Berichterstattung ausschliessen, darunter z. B. Anlageempfehlungen während eines Engagements der Credit Suisse an einer Investment-Banking-Transaktion.

Credit Suisse HOLT
Hinsichtlich der auf der HOLT(tm)-Methode basierten Analyse in diesem Bericht erklärt die Credit Suisse hiermit, dass (1) die in diesem Bericht geäusserten Ansichten genau der HOLT-Methode entsprechen und (2) die Entschädigung des Unternehmens weder ganz noch teilweise in direktem Zusammenhang mit den entsprechenden in diesem Bericht geäusserten Ansichten stand, steht oder stehen wird. Die HOLT-Methode der Credit Suisse ordnet einem Wertpapier kein Rating zu. Vielmehr handelt es sich hierbei um ein Analyseinstrument mit eigens entwickelten quantitativen Algorithmen und zugeordneten Wertberechnungen, das sogenannte HOLT-Bewertungsmodell der Credit Suisse, das konsequent auf alle in der entsprechenden Datenbank enthaltenen Unternehmen angewendet wird. Daten von Dritten (einschliesslich Konsensgewinnschätzungen) werden systematisch in eine Anzahl Standardvariablen umgesetzt und in die Algorithmen im HOLT-Bewertungsmodell der Credit Suisse integriert. Für eine genauere Messung von der Unternehmensperformance zu Grunde liegenden wirtschaftlichen Vorteilen werden die von externen Datenlieferanten gelieferten Daten, wie Jahresabschlüsse, Kurs- und Gewinnzahlen, einer Qualitätsprüfung unterzogen und gegebenenfalls angepasst. Diese Anpassungen bieten die nötige Konsistenz bei der Analyse eines einzelnen Unternehmens über einen Zeitraum oder mehrerer Unternehmen über die Branchen- oder Landesgrenzen hinaus. Das Standardszenario des HOLT-Bewertungsmodells der Credit Suisse legt eine Basisbewertung für ein Wertpapier fest. Anschliessend kann der Anwender zur Berechnung von möglichen alternativen Szenarien die Standardvariablen verändern. Die HOLT-Methode der Credit Suisse ordnet einem Wertpapier kein Kursziel zu. Das Standardszenario des HOLT-Bewertungsmodells der Credit Suisse legt einen Kursbereich für ein Wertpapier fest. Werden die von Dritten stammenden Daten aktualisiert, kann sich der Kursbereich ebenfalls verändern. Zur Berechnung von möglichen alternativen Kursbereichen können die Standardvariablen ebenfalls verändert werden. Weitere Informationen zur HOLT-Methode der Credit Suisse sind auf Anfrage erhältlich.

CFROI(r), CFROE, HOLT, HOLTfolio, HOLTSelect, HS60, HS40, ValueSearch, AggreGator, Signal Flag und Powered by HOLT sind Markenzeichen oder geschützte Markenzeichen der Credit Suisse oder mit ihr verbundener Unternehmen in den USA oder anderen Ländern. HOLT ist eine Beratungsdienstleistung der Credit Suisse bezüglich Unternehmensperformance und -bewertung.

Technisches Research
Wo im Bericht Tabellen mit Empfehlungen aufgeführt sind, bedeutet «Schluss» den letzten an der Börse notierten Schlusskurs. «MT» ist ein Rating für den mittelfristigen Trend (Ausblick über 3–6 Monate). «ST» ist ein Rating für den kurzfristigen Trend (Ausblick über 3–6 Wochen). Das Rating «+» bezeichnet einen positiven Ausblick (möglicher Kursanstieg), «0» einen neutralen (keine grossen Kursveränderungen erwartet) und «–» einen negativen (möglicherweise sinkender Kurs). «Outperform» in der Spalte «Rel. Perf.» bezeichnet die erwartete Performance der Aktie gegenüber dem Benchmark. In der Spalte «Kommentar» sind die jüngsten Analystenempfehlungen enthalten. In der Spalte «Empf.» ist das Datum aufgeführt, an dem die Aktie zum Kauf empfohlen wurde (Eröffnungskauf). «G&V» weist den aufgelaufenen Gewinn oder Verlust seit Abgabe der Kaufempfehlung aus.

In der unter folgender Adresse zugänglichen Broschüre «Grundlagen der technischen Analyse» findet sich eine kurze Einführung in die technische Analyse:
https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/technical_tutorial_de.pdf

Allgemeiner Haftungsausschluss/Wichtige Information

Alle Hinweise auf die Credit Suisse beziehen sich ebenfalls auf mit ihr verbundene Unternehmen und Tochtergesellschaften. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter folgender Adresse:
http://www.credit-suisse.com/who_we_are/de/

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von der Abteilung Global Research der Division Private Banking der Credit Suisse am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Aufgrund unterschiedlicher Bewertungskriterien können die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über einen bestimmten Titel von Ansichten und Beurteilungen des Credit Suisse Research Department der Division Investment Banking abweichen oder diesen widersprechen. Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert und ist weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Credit Suisse zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder ähnlichen Finanzinstrumenten oder zur Teilnahme an einer spezifischen Handelsstrategie in irgendeiner Rechtsordnung. Der Bericht wurde ohne Berücksichtigung der Zielsetzungen, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines bestimmten Anlegers erstellt. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die die Credit Suisse als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Credit Suisse lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab. Die Kurse und Werte der beschriebenen Investitionen und daraus resultierende Erträge können schwanken, steigen oder fallen. Der Bericht enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Er stellt auch in keiner Art und Weise eine auf die persönlichen Umstände eines Anlegers zugeschnittene oder für diesen angemessene Investition oder Strategie oder eine andere an einen bestimmten Anleger gerichtete Empfehlung dar. Verweise auf frühere Entwicklungen sind nicht unbedingt massgebend für künftige Ergebnisse. Die Devisenkurse von Fremdwährungen können sich negativ auf den Wert, Kurs oder Ertrag eines in diesem Dokument erwähnten Produktes auswirken. Alternative Anlagen, derivative oder strukturierte Produkte sind komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein hohes Risiko aufweisen und nur für den

Verkauf an Anleger bestimmt sind, die alle damit verbundenen Risiken verstehen und akzeptieren. Investitionen in Schwellenmärkte sind spekulativ und beträchtlich volatiler als Investitionen in herkömmliche Märkte. Die Risiken sind unter anderem politische und wirtschaftliche Risiken sowie Kredit-, Währungs- und Marktrisiken. Vor jeder Transaktion sollten Anleger prüfen, ob sich die Transaktion hinsichtlich der spezifischen Umstände und Zielsetzungen eignet. In Rechtsordnungen, in denen die Credit Suisse nicht bereits registriert oder für den Wertschriftenhandel lizenziert ist, werden Transaktionen nur nach geltendem Wertschriftengesetz ausgeführt, das je nach Rechtsordnung unterschiedlich ist und verlangen kann, dass die Transaktion gemäss geltenden Ausnahmen bezüglich Registrierungs- und Lizenzierungsvorschriften erfolgt. Die Credit Suisse empfiehlt Anlegern, dass diese gemeinsam mit einem professionellen Finanzberater eine unabhängige Beurteilung der spezifischen finanziellen sowie rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen, kreditmässigen und buchhalterischen Konsequenzen vornehmen. Eine Gruppengesellschaft der Credit Suisse kann sich im gesetzlich erlaubten Rahmen an anderen Finanzgeschäften mit dem Emittenten der hier erwähnten Wertschriften beteiligen oder in diese investieren, Dienstleistungen für solche Emittenten erbringen oder Aufträge von diesen akquirieren sowie Positionen an deren Wertschriften oder Optionen halten oder Transaktionen damit durchführen.

Distribution von Research-Berichten

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. **Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 064 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale-Kunden», definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. CSSB übernimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. **Bahamas:** Der vorliegende Bericht wurde von der Schweizer Bank Credit Suisse AG erstellt und im Namen der Credit Suisse AG, Nassau Branch, verteilt. Diese Niederlassung ist ein bei der Securities Commission der Bahamas eingetragener Broker-Dealer. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. **Deutschland:** Die Credit Suisse (Deutschland) AG untersteht der Zulassung und Regulierung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Sie verbreitet Finanzanalysen an ihre Kunden, die durch ein mit ihr verbundenes Unternehmen erstellt worden sind. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG, Dubai Branch, verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder -dienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an Grosskunden mit liquiden Mitteln von über USD 1 Mio., die über ausreichend Erfahrung in Finanzfragen verfügen, um sich im Sinne eines Grosskundengeschäfts in Finanzmärkten engagieren zu können, und die regulatorischen Kriterien für eine Kundenbeziehung erfüllen. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (France) verteilt. Diese ist ein Anbieter von Investitionsdienstleistungen und verfügt über eine Zulassung des Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement (CECEI). Die Credit Suisse (France) untersteht der Aufsicht und Regulierung der Commission Bancaire und der Autorité des Marchés Financiers. **Gibraltar:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited verteilt. Die Credit Suisse (Gibraltar) Limited ist eine unabhängige Gesellschaft, die zu 100 % im Besitz der Credit Suisse ist. Sie untersteht der Regulierung der Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Guernsey) Limited verteilt, einer unabhängigen Rechtseinheit, die in Guernsey unter der Nummer 15197 und unter der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Guernsey) Limited wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. **Hongkong:** Der vorliegende Bericht wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, herausgegeben. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als Authorized Institution der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut nach Massgabe der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs). **Indien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse Securities (India) Private Limited (Credit Suisse India) verteilt, die unter der Aufsicht des Securities and Exchange Board of India (SEBI) steht. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien von der Credit Suisse (Italy) S.p.A. verteilt. Diese ist eine gemäss italienischem Recht gegründete und registrierte Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse Financial Services (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser reguliert wird (QFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (gemäss Definition der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA)) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Mexiko:** Die im Bericht enthaltenen Informationen stellen kein öffentliches Angebot von Wertschriften gemäss dem mexikanischen Wertschriftengesetz dar. Der vorliegende Bericht wird nicht in den mexikanischen Massenmedien angeboten. Der Bericht enthält keine Werbung im Zusammenhang mit der Vermittlung oder Erbringung von Bankdienstleistungen oder Anlageberatung auf dem Hoheitsgebiet Mexikos oder für mexikanische Staatsbürger. **Russland:** Das in diesem Bericht angebotene Research ist in keiner Art und Weise als Werbung oder Promotion für bestimmte Wertpapiere oder damit zusammenhängende Wertpapiere zu verstehen. Dieser Research-Bericht stellt keine Bewertung im Sinne des Bundesgesetzes über Bewertungsaktivitäten der Russischen Föderation dar. Der Bericht wurde gemäss den Bewertungsmodellen und der Bewertungsmethode der Credit Suisse erstellt. **Singapur:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, verteilt, die durch die Monetary Authority of Singapore reguliert wird. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Financial Services Authority und stehen unter deren Aufsicht. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Services Authority gilt nicht für Investitionen oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt.

USA: WEDER DER VORLIEGENDE BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN.

Japan: Weder der vorliegende Bericht noch Kopien davon dürfen nach Japan versandt, in Japan verteilt oder dorthin mitgenommen werden.

Örtliche Gesetze oder Vorschriften können die Verteilung von Research-Berichten in bestimmten Rechtsordnungen einschränken.

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder ganz noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2010 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen.
Alle Rechte vorbehalten.

10C017A

Impressum: Herausgeber Credit Suisse, Global Research, P.O. Box 300, CH-8070 Zürich **Herausgeber** Giles Keating **Redaktionsschluss** 13. April 2010 **Produktionsleitung** Manuel Moser, Katharina Schlatter **Textredaktion** Manuel Moser **Übersetzungen** Alexandra Blatz, Sandra Bornheimer **Layout und Satz** gdz AG, Zürich **Druckerei** gdz AG, Zürich **Konzept und Gestaltung** www.arnold.inhaltundform.com **Fotos** Mathias Hofstetter, Corbis, **Illustration Cover** Bruno Muff

CREDIT SUISSE

www.credit-suisse.com/globalinvestor