

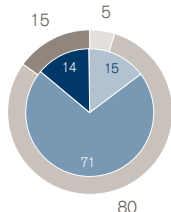
Mandates Monthly

Aktienmärkte noch mit Potenzial – Regionale Allokation geschärft

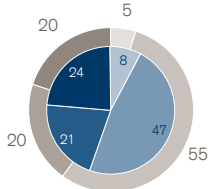
Asset Management

Aktuelle ggü. neutraler Allokation*

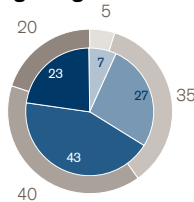
Festverzinslich



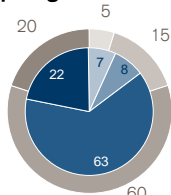
Einkommensorientiert



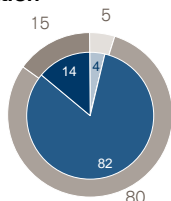
Ausgewogen



Kapitalgewinnorientiert



Aktien



Überblick

- **Asset Allokation:** Abklingende Risikoparameter und besseres Konjunkturmilieu werden durch ein moderates Aktienübergewicht und Anleihenuntergewicht umgesetzt.
- **Anleihen:** Risikoappetit und Konjunktur stabilisieren sich allmählich. Die Renditen von Staatsanleihen dürften daher auf mittlere Sicht leicht aufwärts tendieren. Wir bevorzugen nach wie vor Unternehmensanleihen und halten an unserer eher kurzen Duration fest.
- **Aktien:** Steigender Risikoappetit und besseres Makro Umfeld sprechen für ein moderates Übergewicht. Regionale Allokation geschärft durch Käufe der zyklischen Emerging Markets und Verkäufe im defensiven US-Markt.
- **Alternative Anlagen:** Wir bekräftigen unser allgemeines Übergewicht mit strategischen Akzenten insbesondere bei Hedge Funds und Gold. Rohstoffe mit neutraler Gewichtung und Immobilien noch im leichten Untergewicht.
- **Währungen:** Wir bleiben bei unserer neutralen Haltung gegenüber den grossen Währungen, obwohl Rohstoff- und Schwellenmarktwährungen dank des expansiveren geldpolitischen Kurses wichtiger Volkswirtschaften vorerst weiterhin Unterstützung finden dürften.
- **Emerging Markets:** Fallende Inflation und Aufhellung an der Makrofront sprechen für Emerging-Markets-Anlagen. Aktienquote wurde ausgebaut. Anleihen bleiben wichtiger Bestandteil der Gesamtstrategie.

Liquidität	
Anleihen	
Aktien	
Alternative Anlagen	

* Dies ist ein Beispiel für eine Kapitalallokation, die sich mit der Zeit ändern kann.

Vorwort



Die Kapitalmärkte sind erwartungsgemäss erfreulich ins neue Jahr gestartet, wobei besonders die Aktienmärkte der Emerging Markets und der im letzten Jahr so gebeutelte Deutsche Aktienindex ausgeprägte Stärke zeigen. Zwar bestehen viele der bekannten Risikofaktoren weiterhin, aber das Anleger sentiment hat sich sichtbar geändert. Trotz der nach wie vor sehr angespannten Nachrichtenlage aus Griechenland und andauernder Diskussionen über die Grössenordnung des Gesamttrettungsschirms scheint das Eurozonen-Thema die Anleger nicht mehr so stark zu beschäftigen. Wir sind der Meinung, dass selbst für den Fall eines ungeordneten Zusammenbruchs Griechenlands Regierungen und Zentralbanken ein Konzept zur Eindämmung möglicher Überschwappeffekte vorbereitet haben. Dazu bewerten wir auch die eingeleiteten Massnahmen der letzten Monate generell positiv. Insbesondere die massive Liquiditätsspritze der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie der Fingerzeig der Fed, die Zinsen bis 2014 ungewöhnlich tief zu lassen, sollten wie ein Katalysator auf reale Vermögenswerte wirken. Konjunkturell haben sich unsere Annahmen, die wir bereits im Sommer des letzten Jahres getroffen hatten, nun bestätigt. Die USA haben sich deutlich stabilisiert, China marschiert in Richtung einer sanfteren Landung bei gleichzeitig niedrigerer Inflationsrate. Auch die Unternehmensgewinne zeigen sich recht stabil, wenngleich der Start der Berichtssaison des 4. Quartals schwächer ist als derjenige des Vorquartals. Geopolitisch gilt es, wachsam zu bleiben. Eine Verschärfung der Iran-Krise könnte empfindliche Auswirkungen auf den Ölpreis und die Gesamtlage haben.

Generell sollten die Aktienmärkte im laufenden Jahr daher ein ähnliches Muster aufweisen wie im Jahr 2010: schwan-

kungsintensiv, aber mit klarem Aufwärtstrend. Korrekturen sind daher für uns – wie bereits seit Oktober in verschiedenen Bereichen wie Hochzinsanleihen, REITS und Rohstoffe umgesetzt – Kaufgelegenheiten. In Bezug auf die Regionen haben wir Schwellenländer, speziell Asien, aufgrund des stärkeren Wachstumsbildes sowie der nun abflauenden Inflation wieder auf Übergewicht gestuft. Dazu hinkten die Emerging Markets über eine längere Zeit in der Kursentwicklung eher hinterher, was sich unseres Erachtens nun ändern sollte. Demgegenüber haben wir den US-Aktienmarkt – dessen deutlich bessere fundamentale Daten unserer Meinung nach bereits eingepreist sein sollten – auf Untergewicht gesetzt. Allerdings könnte die konjunkturelle Stabilisierung auf Staatsanleihen durchdrücken, weshalb wir gegenüber US-Treasuries noch vorsichtiger geworden sind. Dies gilt auch für alle anderen traditionellen Obligationensegmente. Jedoch sehen wir weiteres Potenzial bei Unternehmens-, Hochzins- und Schwellenländeranleihen, weshalb wir an deren Gewichtung ausnahmslos festhalten. Dazu haben wir nach langer Zeit wieder ausgewählte Eurozonen-Peripherieanleihen in kleiner Gewichtung aufgenommen. Bei Währungen erwarten wir in den traditionellen Währungsblöcken eher Seitwärtsbewegungen, da die Zins- und Wachstumsdifferenzen eher tief sind. So gehen wir beim EUR/USD nach einer kurzzeitigen Euro-Erholung von einer nochmaligen temporären USD-Stärke aus. Beim EUR/CHF rechnen wir zwar mit einer erfolgreichen SNB-Politik, erwarten jedoch im Vergleich zu früheren Jahren einen auch langfristig deutlich stärkeren CHF. Rohstoffe sollten im aktuellen Umfeld eines steigenden Risikoappetits und tiefster Zinsen gut unterstützt bleiben, wobei Öl eine gewisse Absicherungsfunktion gegenüber geopolitischen Problemen darstellt. Das gilt auch für Gold, wenngleich es anfälliger für Korrekturen geworden ist.

Stefan Keitel, Global Chief Investment Officer
für Private Banking und Asset Management

In dieser Ausgabe

Wirtschaftsausblick

Spürbare Verbesserung des Makroumfelds ► **Seite 3**

Anleihen

Rückgang der Risikoprämien spricht nach wie vor für Unternehmensanleihen

► **Seite 4**

Aktien

Regionale Aktienallokation geschärft ► **Seite 5**

Alternative Anlagen

Weiterhin attraktiv und notwendig ► **Seite 6**

Währungen

Auf die relative monetäre Expansion kommt es an ► **Seite 7**

Emerging Markets

Chancen überwiegen ► **Seite 8**

Wirtschaftsausblick

Spürbare Verbesserung des Makroumfelds

Überblick

- Konjunkturelle Frühindikatoren deutlich verbessert, USA mit Vorsprung, Kerneuropa dürfte mit zeitlicher Verzögerung folgen.
- Die Inflation hat in den Schwellenländern den Höhepunkt überschritten und eröffnet damit mehr geldpolitischen und fiskalischen Spielraum zur Konjunkturbelebung.
- Finanzmarktstress entspannt sich spürbar.

Wirtschaftsausblick

Das neue Jahr startete mit neuem ökonomischem Schwung und weiteren positiven Konjunkturüberraschungen. Während sich diese noch im vergangenen Jahr mehrheitlich auf die USA bezogen, verweisen nunmehr auch die konjunkturellen Frühindikatoren Kerneuropas und der Schweiz auf eine konjunkturelle Bodenbildung sowie eine Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität bereits im 2. Quartal. Damit dürfte Europa mit leichter Verzögerung den globalen Konjunkturtrends folgen.

Zwar verbessert sich in den USA der Arbeitsmarkt nur sehr zögerlich. Dies ist jedoch nicht nur dem Konjunkturzyklus, sondern insbesondere auch dem tief greifenden Strukturwandel in den USA geschuldet. Konjunkturstützend wirkt jedoch hier die Tatsache, dass der Schuldenabbauprozess der privaten Haushalte schon relativ stark vorangeschritten ist und auch der Häusermarkt keine Belastung mehr für das Wachstum darstellt. Dies ist zum Beispiel in den robusten Einzelhandelsdaten ersichtlich. Haupttreiber des Wachstums dürfte jedoch der Unternehmenssektor mit steigenden Exporten und vermehrten Investitionen sein.

Einen neuen Wachstumsschub für die Weltwirtschaft erwarten wir nach wie vor von den Schwellenländern (siehe Seite 8). Die Inflation hat dort nunmehr ihren Höhepunkt sichtbar überschritten. Dies hat den Spielraum für eine geld- und fiskalpolitische Konjunkturunterstützung in diesen Ländern deutlich erweitert. Die spürbaren Zinssenkungen in Brasilien haben so zum Beispiel bereits zu einer deutlichen Stimmungsverbesserung in der Industrie geführt.

Finanzmarktstress entspannt sich

Auch in Europa hat die Geldpolitik erneut ihr Potenzial unter Beweis gestellt. Insbesondere die erfolgreiche Durchführung des Langfrist-Refinanzierungsgeschäftes (Longer-Term Refinancing Operation, LTRO) der Europäischen Zentralbank hat zu einer spürbaren Entspannung der konjunkturkritischen Refinanzierungssituation der Banken geführt. Auch die amerikanische Notenbank Fed hat mit aller Deutlichkeit unterstrichen, die Zinsen weiter niedrig zu halten. Gleichwohl basiert ihre aktuelle Prognose einer ersten Zinserhöhung im Jahr 2014 auf der heutigen Datenlage. Sollte sich diese weiter im Rah-

men unserer Prognosen verbessern, dürfte auch die Fed – wie jeder Prognostiker – diese Erwartungswerte anpassen.

Anja Hochberg

Abbildung 1

Bodenbildung bei den konjunkturellen Frühindikatoren



Letzter Datenpunkt: 31.12.2011

Quelle: Bloomberg, Credit Suisse / IDC

Historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Konjunkturelle Frühindikatoren, wie zum Beispiel der Schweizer Einkaufsmanagerindex oder der deutsche ifo, deuten auf eine konjunkturelle Bodenbildung.

Anleihen

Rückgang der Risikoprämien spricht nach wie vor für Unternehmensanleihen

Überblick

- Italienische und spanische Renditen sind nach den erfolgreichen Anleihenauktionen und der geldpolitischen Lockerung der Europäischen Zentralbank (EZB) stark gesunken.
- Trotz des Bekenntnisses der Fed, die Leitzinsen niedrig zu halten, und der Tendenz der EZB zu geldpolitischen Lockerungen erwarten wir mittelfristig einen leichten Aufwärtstrend bei Renditen lang laufender Staatsanleihen.
- Angesichts der Lockerungsmassnahmen bevorzugen wir weiterhin Unternehmensanleihen gegenüber Staatspapieren.

Markt-Update und Ausblick

Das langfristige Refinanzierungsgeschäft (Longer-Term Refinancing Operation, LTRO) der EZB im vergangenen Dezember war allem Anschein nach trotz der weiterhin bestehenden Probleme Griechenlands ein wichtiger Schritt, um die Situation der unter Druck geratenen Anleihen der Peripherieländer zu verbessern. Die EZB hat durch die Bereitstellung der erforderlichen Liquidität zur Beseitigung der Finanzierungsschwierigkeiten der EU-Banken auch Italien und Spanien dabei geholfen, erfolgreiche Anleihenauktionen von kurzfristigen Papieren jüngst durchzuführen. Die Renditen 2-jähriger spanischer und italienischer Anleihen liegen nun um rund 250 bzw. 300 Basispunkte tiefer als Anfang Dezember. Die Sätze 10-jähriger deutscher Bundesanleihen sind nach dem durch Ansteckungsängste ausgelösten Höhenflug im November wieder zurückgegangen. Die Tendenz der EZB zu geldpolitischer Lockerung und die nun wieder hergestellte Rolle von deutschen Bundesanleihen als sicherer Hafen könnten einen Anstieg der Renditen zwar begrenzen. In den derzeit niedrigen Renditeniveaus sind jedoch bereits sehr negative Ergebnisse eingepreist, sodass es nach wie vor nicht erstrebenswert ist, deutsche Bundesanleihen zu halten. Auch die soliden Ergebnisse der jüngsten Umfragen zum Geschäftsklima in Deutschland legen nahe, dass die Wirtschaft weniger Abwärtsrisiken birgt und letztlich anziehen dürfte. Die Lage in den USA ist mit der in Deutschland vergleichbar. Die zunehmend expansive Geldpolitik und der jüngste Konjunkturaufschwung werden von zaghaften Anzeichen dafür begleitet, dass die Talsohle beim Geschäftsklima erreicht ist (siehe auch Seite 3). All dies deutet auf eine mittelfristig leicht steilere Zinskurve für 2-jährige/10-jährige Anleihen. In Grossbritannien schaffen die jüngsten negativen Bruttoinlandsproduktzahlen Spielraum für eine erneute Runde einer quantitativen Lockerung. Dies könnte die Renditen vorübergehend weiter belasten. Wie in Deutschland und den USA sind auch die Bewertungen britischer Anleihen nicht attraktiv.

Die ungewisse Schuldensituation Griechenlands bleibt sicher ein bedeutender Risikofaktor für Europa und für den globalen Risikoappetit. Dies könnte eine weitere Verengung der Spreads von Kernländern im Vergleich zu Peripherieländern auf kurze Sicht verhindern. Doch die Risiken einer Ansteckung anderer Peripherie- und auch Kernländer scheinen durch die jüngsten Massnahmen der EZB eingedämmt zu sein. Wir sind der Meinung, dass weitere politische Schritte in Richtung eines strengeren fiskalischen Regelwerks (Fiscal Compact) für die EU und neue Finanzierungsoperationen der EZB die Erhaltung einer wirkungsvollen Brandmauer um Griechenland unterstützen dürften.

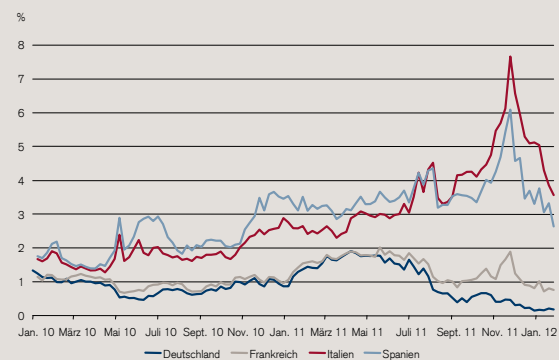
Fixed-Income-Strategie

Unsere Anleihenallokation bleibt unverändert. Wir bevorzugen angesichts des Rückgangs der Risikoprämien – bedingt durch die verstärkte akkommodierende Geldpolitik und die recht ermutigenden Unternehmensgewinne – nach wie vor Unternehmensanleihen. Bei Staatsanleihen der Kernländer bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass es mittel- bis langfristig wahrscheinlich einen leichten Anstieg der Renditen geben wird, und ziehen eine allgemeine Untergewichtung vor.

Luca Bindelli

Abbildung 2

Die Verzinsung 2-jähriger EU-Staatsanleihen ist stark gesunken



Letzter Datenpunkt: 27.1.2012

Quelle: Bloomberg

Historische Renditeangaben und Finanzmarktsszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Die Renditen kurz laufender italienischer und spanischer Papiere sind nach den jüngsten erfolgreichen Auktionen und einer Lockerung der Geldpolitik durch die EZB deutlich gesunken.

Aktien

Regionale Aktienallokation geschärft

Überblick

- Aktien bieten aufgrund günstiger Bewertung und Fehlpositionierung von vielen Anlegern weiterhin Aufwärtspotenzial.
- Aktienquote bleibt moderat übergewichtet.
- Schwellenländeraktien dazugekauft und defensiven US-Markt auf ein Untergewicht reduziert.

Markt-Update und Ausblick

Die Aktienmärkte konnten den positiven Schwung aus den letzten Handelstagen von 2011 auch ins neue Jahr mitnehmen. Getrieben von besser als erwarteten Wirtschaftsdaten und sehr proaktiven Zentralbanken kam es zu markanten Stimmungsaufhellungen an den Finanzmärkten. An der Makrofront gab es dabei zwei entscheidende Entwicklungen. Erstens scheint die wirtschaftliche Erholung der USA auch auf andere Regionen überzuspringen. Dies gilt insbesondere für die Schwellenländer, aber auch für Europa. Die sich stabilisierenden Wirtschaftsindikatoren in der Eurozone und die weiteren Liquiditätsmassnahmen der Europäischen Zentralbank führten zu einer markanten Reduktion des Risikos einer erneuten Eskalation der europäischen Schuldenkrise und leiteten den Stimmungswandel am Markt ein. Dabei fiel der Fokus vieler Anleger wieder vermehrt auf die Bewertungsfaktoren von Aktien, die weiterhin äusserst attraktiv sind. Ausserdem erzeugten die deutlichen Kursgewinne Druck bei vielen Anlegern. Die höheren Kurse lösten insbesondere bei Anlegern, die mit einem Aktienuntergewicht ins neue Jahr gestartet waren, Zugzwang aus. Dies war vor allem bei Hedge Funds und anderen institutionellen Investoren der Fall. Dieser sogenannte «Pain-Trade» scheint angesichts der weiterhin defensiven Positionierung vieler Anleger noch nicht vorüber zu sein. Andererseits ist es jederzeit möglich, dass die Märkte nach dem rasanten Start auch kurzfristig eine Verschnaufpause einlegen. An Risiken mangelt es weiterhin nicht, auch wenn die Wahrscheinlichkeit eines Eintreffens niedriger ist.

Auf regionaler Ebene waren es die Schwellenländer, gefolgt vom Gesamtmarkt der Eurozone, die einen äusserst erfolgreichen Start ins neue Jahr feierten. Es verwundert nicht, dass die beiden schwächsten Regionen des Jahres 2011 mit steigendem Risikoappetit der Anleger die grössten Kurszuwächse verbuchten. Einerseits handeln beide Regionen mit deutlichen Bewertungsabschlägen zum Weltmarkt, und andererseits waren viele Anleger unterinvestiert.

Aktienstrategie

Aktien bieten aufgrund günstiger Bewertung und Fehlpositionierung von vielen Anlegern weiterhin Aufwärtspotenzial, jedoch stellen das finanzpolitische Umfeld und der Stress im Bankensystem nach wie vor ein Risiko dar. Zudem scheint nach den deutlichen Kursgewinnen in den ersten Wochen das

Kurspotenzial zumindest kurzfristig limitiert zu sein. Wir halten daher an unserem moderaten Übergewicht bei Aktien, das seit Beginn des Jahres besteht, fest.

Auf regionaler Ebene haben wir mit einer Erhöhung des Übergewichts bei Schwellenländeraktien (siehe Seite 8) mehr Zyklichkeit in die Asset Allokation gebracht. Im Gegenzug haben wir den defensiven und eher teuren US-Markt auf ein Untergewicht reduziert, um so die Aktienquote konstant zu halten.

Ansonsten bleibt Grossbritannien über- und die Schweiz untergewichtet. Grossbritannien ist ein äusserst exportorientierter Markt, der von einem schwachen Pfund profitiert. Die Schweiz kämpft weiterhin mit einem zu starken Franken. In Europa sind wir neutral positioniert.

Adrian Zürcher

Abbildung 3

Bewertung spricht für Schwellenländeraktien



Letzter Datenpunkt: 31.12.2011

Quelle: Datastream, Credit Suisse

Historische Renditeangaben und Finanzmarktsszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Schwellenländeraktien handeln mit einem klaren Abschlag gegenüber dem Gesamtmarkt, was unseres Erachtens angesichts des Fundamentalbildes nicht gerechtfertigt ist.

Alternative Anlagen

Weiterhin attraktiv und notwendig

Überblick

- Rohstoffe: Nachlassender Finanzierungsstress und zunehmendes Wirtschaftsmomentum bieten gute Perspektiven.
- Gold: strategisch unverzichtbar, taktisches Potenzial etwas eingeschränkt.
- Hedge Funds: Investitionsumfeld hat sich wieder verbessert. Wir bekräftigen unser Übergewicht.
- Immobilien: interessante Bewertungen mit neuen selektiven Investitionsmöglichkeiten.

Rohstoffe und Gold

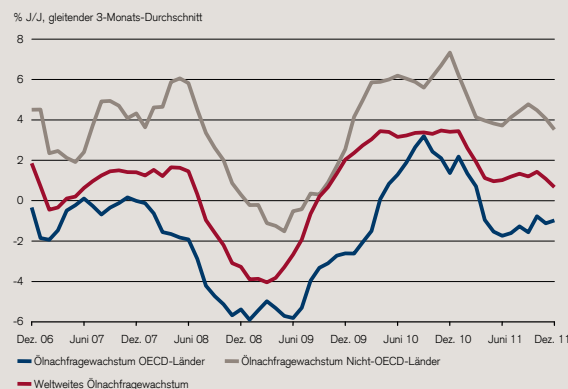
Mit der sich stetig festigenden Überzeugung, dass eine globale Rezession vermieden werden kann, haben auch die meisten Rohstoffindizes erneut zugelegt. Zudem war diese Anlageklasse in hohem Masse von den sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen beeinträchtigt. Rohstoffe profitieren sehr von der spürbaren Entspannung in diesem Bereich (siehe auch den Wirtschaftsausblick auf S. 3). Im Gegensatz zu anderen steigenden Anlagepreisen scheint die Rally aufgrund des Investitionsstaus in den vergangenen Wochen auch von grossen Volumina unterstützt worden zu sein. Unser Anlageentscheid Ende 2011, das Untergewicht im Rohstoffbereich zu schliessen, hat sich daher als richtig herausgestellt. Mit unserer nun erreichten neutralen Quote fühlen wir uns auch angesichts der bereits erreichten Kursniveaus und der noch verbleibenden Risiken wohl. Temporäre Marktrücksetzer könnten aber gleichwohl erneut eine gute Gelegenheit darstellen, den zyklischen Fokus zu stärken. Den Aufbau der Rohstoffquote hatten wir seinerzeit auch über eine milde Rückführung unseres starken Übergewichtes im Gold finanziert. Wir bekräftigen damit unser leichtes Übergewicht des gelben Metalls. Im Rahmen eines intakten Trends schätzen wir aktuell allerdings das taktische Potenzial nicht mehr ganz so gross ein wie noch im vergangenen Jahr.

Hedge Funds

Mit verbesserten Liquiditätsbedingungen, steigendem Risikoappetit und einer abnehmenden, aber im historischen Vergleich noch hohen Volatilität hat sich das Investitionsumfeld für Hedge Funds etwas erholt. Gleichwohl setzen wir in unseren Strategien noch nicht vermehrt auf direktionale Strategien, sondern versuchen, das Diversifizierungspotenzial von Hedge Funds optimal zu nutzen. Unsere Kernanlageinstrumente in diesem Bereich weisen daher eine eher unterdurchschnittliche Abhängigkeit zum Aktien- oder Obligationenmarkt auf. In einem tendenziell auch weiterhin noch schwankungsintensiven Markt – allerdings mit positivem Trend – sollte sich diese Strategie auch weiter bewähren.

Abbildung 4

Auch Ölnachfrage dürfte weiter anziehen



Letzter Datenpunkt: 26.1.2012

Quelle: EIA, Credit Suisse / IDC

Historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Der steigende Ölpreis ist in jüngster Zeit eher durch einen Anstieg der Risikoprämien angesichts der geopolitischen Unsicherheiten gestiegen. Die wieder zunehmende wirtschaftliche Aktivität lässt nun auch die Ölnachfrage wieder steigen.

Immobilien

Die sich zum Jahresende entspannende Finanzmarktsituation hat sich auch in den Immobilienaktiengesellschaften mit börsenkotierten Anteilen (REITS) positiv widerspiegelt. Die dennoch bestehenden, zum Teil grossen Bewertungsabschläge eröffnen auf selektiver Basis Raum für interessante Zukäufe. Unsere neutrale bis positive Einstellung gegenüber globalen REITS kontrastiert mit einer benchmarkneutralen Haltung gegenüber Schweizer Real Estate Funds. Hier halten sich eine hohe Bewertung und eine anhaltend kräftige Nachfrage die Waage.

Anja Hochberg

Währungen

Auf die relative monetäre Expansion kommt es an

Überblick

- Die Liquiditätserhöhung durch die Europäische Zentralbank (EZB) hat die risikoreicheren Rohstoffwährungen gestützt und den Euro in die Defensive gedrängt.
- Künftig könnten relative monetäre Expansionen den EUR/USD-Kurs in einer engen Bandbreite halten und damit auch risikoreicheren Währungen zugute kommen.
- In unseren Portfolios haben wir bei den grossen Währungen eine weitgehend neutrale Position.

Markt-Update und Ausblick

Wie im vergangenen Dezember schon erwartet, haben eine lockerere Geldpolitik, robuste Daten und Schritte in Richtung einer engeren fiskalischen Integration – der sogenannte Fiscal Compact – zur Stabilisierung der Stimmung beigetragen und damit den risikoreicheren Währungen Auftrieb gegeben. Einige Schwellenländer haben begonnen, ihre Geldpolitik zu lockern. Jedoch kam der grösste Teil der akkommodierenden Geldpolitik aus Europa. Das langfristige Refinanzierungsgeschäft der EZB sorgte für sehr viel Liquidität und trug damit zu niedrigeren kurzfristigen Zinssätzen bei. Dies hat den Euro auf breiter Front geschwächt. Allerdings hat die jüngste Äusserung der US-Notenbank zu ihrer Politik, die Leitzinsen bis Ende 2014 nahe bei null zu belassen, den Druck auf den EUR/USD-Kurs ein wenig gemindert. Die nächsten Schritte der Zentralbanken dürften den betreffenden Währungen Auftrieb verleihen. Die EZB sollte mit einem zweiten Refinanzierungsgeschäft Ende Februar für einen weiteren Anstieg der Liquidität sorgen und letztlich im Anschluss daran die Zinsen weiter senken. Die US-Notenbank scheint gegenüber einer quantitativen Lockerung aufgeschlossener zu sein, doch der Zeitpunkt bleibt ungewiss. Während risikoreichere Rohstoff- und Schwellenländerwährungen von diesen expansiven Massnahmen beiderseits des Atlantiks profitieren könnten, dürfte die wahrscheinlich aggressivere Lockerung seitens der EZB den Euro im Zaum halten. Denn der Euro könnte in einem etwas weniger volatilen Umfeld zur bevorzugten Finanzierungswährung für Carry-Trade-Operationen (Ausnutzung von Zinsunterschieden) werden*. Das legt nahe, dass er vorübergehend von seiner traditionell positiven Korrelation mit dem globalen Risikoappetit entkoppelt bleiben könnte. Im Hinblick auf den Schweizer Franken sind wir der Überzeugung, dass die Untergrenze des EUR/CHF sich derzeit trotz der jüngsten politischen Debatten um die Schweizerische Nationalbank weiter halten wird. Wir sehen zwar, dass eine Zunahme der Deflationsrisiken zu weiteren Diskussionen auf dem Markt über einen Anstieg der EUR/CHF-Untergrenze führen könnte. Dieses Risiko halten wir derzeit jedoch für begrenzt.

Währungsstrategie

Aus unserer Sicht sollte der EUR/CHF-Wechselkurs nach wie vor stabil bleiben. Der EUR/USD ist zu diesem Zeitpunkt weniger von der Euro-Krise betroffen, da sich die Märkte nun auf die relative monetäre Expansion konzentrieren. Obwohl sich diese Geldpolitik für den Euro sehr negativ auswirken könnte, dürften verstärkte Euro-Short-Positionen und die Aussichten auf eine weitere Runde quantitativer Lockerung durch die Fed das Abwärtsrisiko für den EUR/USD mittelfristig wohl begrenzen. Der japanische Yen bleibt für Investoren zum «Absichern» von Long-Positionen die erste Wahl. Eine Verengung des Rendite-Spreads zugunsten Japans spricht ebenfalls für den Yen. Doch die Unzufriedenheit der japanischen Behörden mit den jüngsten Anstiegen könnte ein Grund für gezielte Währungsinterventionen zur Schwächung des Yens sein. Insgesamt bleiben wir bei den bedeutenden Währungspaaren weitgehend neutral.

Luca Bindelli

Abbildung 5

Relative Expansion der Zentralbankbilanz beeinflusst Wechselkurse



Letzter Datenpunkt: 25.1.2012

Quelle: Bloomberg

Historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Die relative Expansion der Bilanzen von Federal Reserve und EZB war in den letzten Jahren eine gute Messlatte für die Entwicklung des EUR/USD.

*Carry Trades: Der Begriff «Carry Trade» bezieht sich auf eine Handelsstrategie, die sich den Zinsunterschied zwischen zwei Währungsräumen dadurch zunutze macht, dass Mittel in der niedriger verzinslichen Währung aufgenommen und in der höher verzinslichen Währung angelegt werden.

Emerging Markets (EM) Chancen überwiegen

Überblick

- Emerging-Markets-Makro: Die Inflation hat in den Schwellenländern den Zenit überschritten.
- Emerging-Markets-Anleihen: Viele Chancen, aber wir sind weiter vorsichtig gegenüber Osteuropa, insbesondere Ungarn.
- Emerging-Markets-Aktien: Aktienquote wurde ausgebaut. Fokus bleibt auf Asien.

Emerging Markets legten einen sehr erfolgreichen Start ins neue Jahr auf das Börsenparkett. Aktien, Anleihen und Währungen konnten deutliche Kurszuwächse verbuchen. Dabei wurden die grössten Fehlbewertungen, die sich im zweiten Halbjahr 2011 aufgrund der europäischen Währungskrise aufgebaut hatten, partiell korrigiert. Wir sehen aber weiterhin interessante Kaufgelegenheiten.

Die letzten Monate waren von Schwierigkeiten in den reichen Märkten geprägt. Vor allem die Schuldenkrise in Europa hatte grosse Kursverwerfungen an den Kapitalmärkten zur Folge. Die Angst vor einer systemischen Krise sorgte dabei für Aderlass bei sämtlichen risikoreichen Anlagenklassen. Die Schwellenländer litten hierbei überdurchschnittlich, da viele Anleger diese Region weiterhin mit sehr hohem Risiko assoziieren. Investoren machten sich insbesondere Sorgen über den Einfluss der von der Euro-Krise infizierten Banken auf die EM. Viele EM, vor allem Osteuropa, sind weiterhin abhängig von westlichen Krediten. Mit den konzertierten Notenbankaktionen und den Liquiditätsmassnahmen der Europäischen Zentralbank im Dezember konnten die schlimmsten Befürchtungen des Marktes jedoch überwunden werden. Insofern erwarten wir keine nachhaltigen Engpässe bei der Kreditvergabe in Richtung EM. Sicherlich werden die westlichen Banken ihre Bilanzen weiter zurückfahren und auch ihre Geschäftstätigkeit in den EM reduzieren. Jedoch sollte dies ohne die noch vor kurzem befürchtete Kreditklemme passieren.

Auch an der Makrofront kam es zu entscheidenden Entwicklungen. Die Inflationsdaten haben eine deutliche Trendwende vollzogen. Dies gibt den EM die lang ersehnte Freiheit, ihre Monetär- und Fiskalpolitik auf Wachstumsunterstützung auszurichten. Die brasilianische Zentralbank hat diesen Strategiewechsel bereits im August vollzogen und seither ihre Zinsen um 200 Basispunkte gesenkt. Der Effekt zeigt sich in markant besseren vorlaufenden Wirtschaftsindikatoren. China hat seine Geldpolitik im November durch die Reduktion der Mindestreserven für Geschäftsbanken gelockert. Die jüngsten Konjunkturdaten deuten darauf hin, dass diese geldpolitischen Massnahmen bereits in der Realwirtschaft angekommen sind. Die chinesische Wirtschaft ist im 4. Quartal um 8,9 % gewachsen, wobei das grösste Momentum im Dezember verzeichnet wurde. Unser Szenario einer weichen Wirtschaftslandung wird damit

erneut gestärkt. Andere EM-Zentralbanken sind in den letzten Wochen dem Beispiel gefolgt und haben wachstumsstützende Massnahmen eingeleitet, was sich auch in den meisten vorlaufenden Konjunkturindikatoren widerspiegelt.

Investitionsstrategie

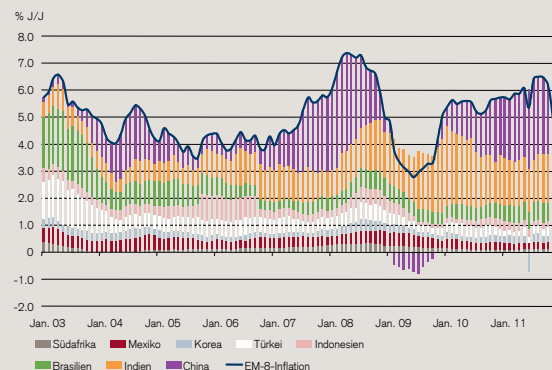
Taktische Risiken haben stark abgenommen. Gleichzeitig erwarten wir aufgrund tiefer Bewertung, besserer Liquidität im Markt und positiver Konjunkturtrends, dass das Kaufinteresse bei EM weiterhin hoch bleiben wird. Wir haben deshalb unser Aktiengewicht ausgebaut. Bei Regionen haben wir weiterhin eine Präferenz für Asien, vor allem für China und Korea. Lateinamerika schätzen wir neutral ein, wobei Brasilien am attraktivsten erscheint. Bei Osteuropa sind wir vorsichtig.

Auch den Anleihenbereich schätzen wir als interessant ein. Viele Anleihen, vor allem in Lokalwährungen, haben überdurchschnittlich gelitten und bieten daher gute Kaufgelegenheiten. Ein selektiver Ansatz ist jedoch wichtig. Vor allem in Osteuropa sehen wir immer noch viele Risiken.

Adrian Zürcher

Abbildung 6

Inflation hat Höhepunkt überschritten



Letzter Datenpunkt: 31.12.2011

Quelle: IMF, Datastream, Credit Suisse

Historische Renditeangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für laufende oder zukünftige Ergebnisse.

Die Inflationsdaten haben sich markant abgeschwächt. Dies gibt Regierungen und Zentralbanken Raum für fiskalische und monetäre Wachstumsmassnahmen.

Impressum

Herausgeber

Stefan Keitel, Managing Director
 Global Chief Investment Officer für Private Banking und Asset Management
 Tel.: +41 (44) 332 09 10, Fax: +41 (44) 334 88 31
 E-Mail: stefan.keitel@credit-suisse.com

Editors

Dr. Anja Hochberg, Managing Director, Head Investment Strategy
 Isa Mertingk, Vice President, Investment Writing

Intranet (nur für Mitarbeitende)

<http://csintra.net/pmnet>

Autoren

Dr. Anja Hochberg, Managing Director, Head Investment Strategy
 Dr. Luca Bindelli, Director, Investment Strategy
 Adrian Zürcher, CFA, CMT, Director, Investment Strategy

Redaktionsschluss

31. Januar 2012

Datenquelle: Credit Suisse, ansonsten spezifiziert

Disclaimer / Wichtige Hinweise

Das vorliegende Dokument dient Marketingzwecken; es ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse oder Research und unterliegt folglich nicht den von der Schweizerischen Bankiervereinigung herausgegebenen «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse». Der Inhalt dieses Dokuments erfüllt daher nicht die gesetzlichen Vorschriften für die Unabhängigkeit der Finanzanalyse. Auch bestehen vor der Veröffentlichung von Analysedaten keine Handelsbeschränkungen. Die Informationen und Meinungen in diesem Dokument wurden von Credit Suisse AG per angegebenem Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die die Credit Suisse AG als zuverlässig erachtet. Dennoch gibt die Credit Suisse AG keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Nur die Bestimmungen, Konditionen und Risikowarnungen im aktuellen Vertrag des Kunden sind rechtlich bindend. Credit Suisse AG lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokumentes oder aus den Finanzmärkten inhärenten Risiken ab. Historische Renditen und Finanzmarktsszenarien stellen keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung dar. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Abschluss eines Vermögensverwaltungsmandates oder einer anderen Finanztransaktion dar. Vor Abschluss eines Vermögensverwaltungsmandates oder einer anderen Finanztransaktion wird dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Grundsätzlich sollten in diesem Dokument erwähnte Anlageprodukte nur durch aktuelle oder zukünftige Vermögensverwaltungskunden der Credit Suisse AG erworben werden. Vermögensverwaltungsmandate und/oder Anlageprodukte, welche im Rahmen dieser Mandate eingesetzt werden (z.B. Alternative Instrumente, Strukturierte Instrumente und Derivate), können einen bestimmten Komplexitätsgrad und ein hohes Risiko aufweisen oder können Börsenschwankungen ausgesetzt sein. In diesem Dokument erwähnte Anlageziele, Risikoeinschätzungen etc. stellen Zielgrößen dar, welche in Relation zur Marktsituation zu sehen sind. Es besteht keinerlei Garantie für die Einhaltung oder Erreichung dieser Zielgrößen. Im Zusammenhang mit der Erbringung von Dienstleistungen kann die Credit Suisse AG Vergütungen, Gebühren, Kommissionen, Rückerstattungen, Abschläge oder andere monetäre oder nicht monetäre Leistungen (insgesamt «Entschädigungen») erhalten, welche die Credit Suisse AG als Teil ihres Entgeltes einbehält. Dabei können die Interessen der Credit Suisse AG im Widerspruch zu den Interessen der Anleger stehen. Ausführliche Angaben zu diesen Entschädigungen oder potenziellen Interessenkonflikten finden sich in der Liste «Entschädigungen» und in der «Zusammenfassung der Weisung Interessenkonflikte» der Credit Suisse AG. Beide Dokumente sowie weitere Details zu diesen Entschädigungen können auf Anfrage vom Relationship Manager bezogen werden. Dieses Dokument wird von der Credit Suisse AG, Zürich, verbreitet, die der Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Empfang von solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbietet. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt, oder dahin mitgenommen werden oder in den Vereinigten Staaten an US-Personen (im Sinne von Regulation S des US Securities Act von 1933 in dessen jeweils gültigen Fassung) abgegeben werden. Dasselbe gilt für andere Jurisdiktionen, ausgenommen wo in Einklang mit den geltenden Gesetzen. Copyright © 2012 Credit Suisse Group AG und / oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.