

Themenbrief

Nummer II – 2011

 **BORDIER & CIE**
BANQUIERS PRIVÉS DEPUIS 1844

**Zeichnet sich eine Stagflation
am Horizont ab?**

1. Stagflation: Definition und Messung
2. Ursache und Wirkung einer Stagflation
3. Die angemessene Reaktion der Zentralbank auf eine Stagflation
4. Führen Ölschocks zwangsläufig zu einer Stagflation?
5. Steht uns derzeit eine Stagflation bevor?
6. Wie legt man bei Stagflation sein Geld am besten an?

Zeichnet sich eine Stagflation am Horizont ab?

1. Stagflation: Definition und Messung
2. Ursache und Wirkung einer Stagflation
3. Die angemessene Reaktion der Zentralbank auf eine Stagflation
4. Führen Ölschocks zwangsläufig zu einer Stagflation?
5. Steht uns derzeit eine Stagflation bevor?
6. Wie legt man bei Stagflation sein Geld am besten an?

1. Stagflation: Definition und Messung

Der Begriff Stagflation bezeichnet eine Konjunkturlage, in der das Wirtschaftswachstum stagniert („*Stag*“) oder sogar negativ und die Inflation hoch ist („*flation*“). Eine derartige Situation war für konservative Ökonomen in den Nachkriegsjahren unvorstellbar. Wenn der damals vorherrschenden Meinung zufolge eine Zentralbank das Wachstum durch eine Lockerung ihrer Geldpolitik ankurbeln wollte, sank die Arbeitslosenquote, aber die Preise stiegen, man sprach also von einem „*Trade-off*“ (Arbitrage) zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit, d.h. man hatte die berühmte Phillips-Kurve.

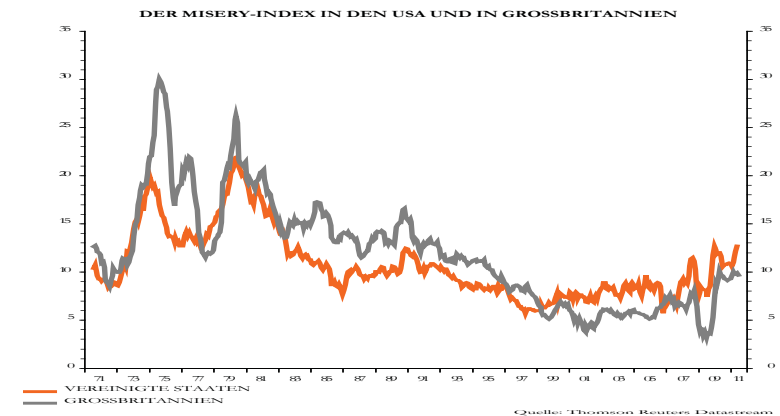
Es ist somit kaum verwunderlich, dass es ein Politiker, und zwar der Brite Iain Macleod war, der in einer Rede vor dem Parlament im Jahre 1965 den Neologismus der Stagflation prägte.

Die erste beobachtete Stagflation hatte hohe ökonomische Kosten zur Folge. Im Zeitraum von 1960 bis 1973 betrug das jährliche Wirtschaftswachstum 5,1% und sank für die Jahre von 1973 bis 1989 auf 3,2%. Beim ersten Ölschock 1973 fuhren die Zentralbanken einen stark expansionistischen geldpolitischen Kurs zur Wiederankurbelung des Wachstums, dessen Folge eine hohe Inflation anstatt des Wiederan-springens der Konjunktur war.

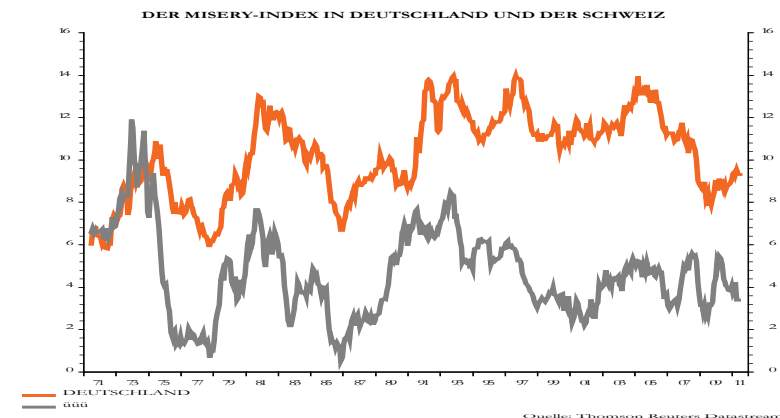
In diesem Zeitraum (1973 bis 1989) fand auch ein ideologischer Richtungswechsel statt. 1972 veröffentlichte der Club of Rome ein Manifest mit dem Titel „*Limits to Growth*“ (Die Grenzen des Wachstums), in dem

er vorhersagte, dass die Weltwirtschaft durch den Raubbau der auf der Erde verfügbaren Rohstoffe („*Overshoot*“) die Ressourcen erschöpfen und somit irgendwann zusammenbrechen werde.

Der zur Messung der Stagflation in der Regel verwendete Indikator ist der so genannte „*Misery-Index*“, der sich ganz einfach aus der Addition der Inflationsrate und der Arbeitslosenquote ergibt.



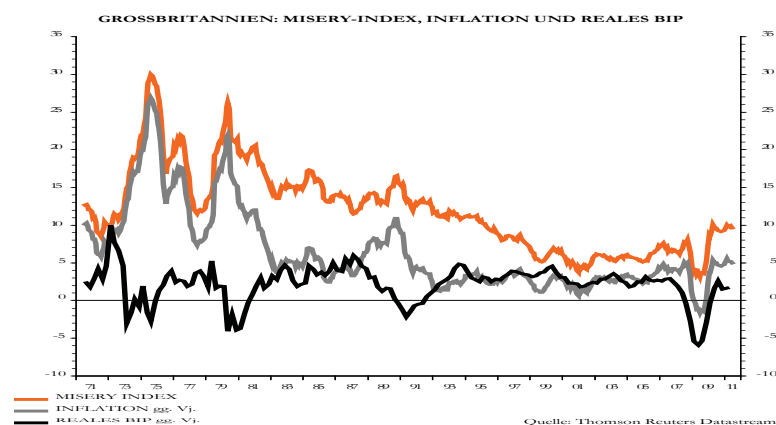
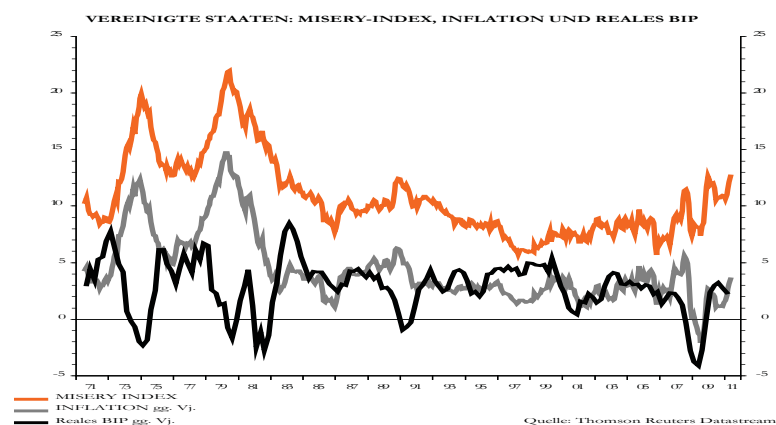
Die Grafik zeigt, dass der „*Misery-Index*“ in den siebziger Jahren in den Vereinigten Staaten mit 20% bzw. 22% und in Grossbritannien mit 30% bzw. 27% seine Höhepunkte markiert hat.



In Deutschland und vor allem in der Schweiz war die Situation weniger katastrophal, denn in der Eidgenossenschaft fiel der Index bereits zwei Mal auf einen Wert von unter 1%.

Dieser Unterschied erklärt sich durch zwei Faktoren:

- Die weniger expansive Geldpolitik in Deutschland und der Schweiz.
- Der Kursverluste des USD und des GBP, die in den Vereinigten Staaten und Grossbritannien eine hohe importierte Inflation nach sich zogen.



Die Grafiken „Misery-Index, Inflation und reales BIP“ sollen illustrieren, dass ein hoher „Misery-Index“ mit einer hohen Inflation einhergeht - was nur logisch ist, da die Inflation eine Komponente des Index ist -, aber auch, dass der Index ein gutes Instrument zur Vorhersage einer Rezession ist.

Weitere Informationen dazu finden Sie in „*Stagflation is back. Here's how to beat it*“, Jeffrey D. Sachs, CNN Money, 27. Mai 2008.

2. Ursache und Wirkung einer Stagflation

Um das Entstehen einer Stagflation zu erklären, verfolgen die Ökonomen zwei Hauptspuren. Eine Ursache für eine Stagflation ist gegeben, wenn z.B. die Produktionskapazität einer Volkswirtschaft nach einem nachteiligen Angebotsschock wie einem starken Ölpreisanstieg in einem ölimportierenden Land sinkt. Der Schock greift allmählich auf zahlreiche andere Produkte über und mündet in einen generellen Preisauftrieb, der die Produktion verlangsamt, die immer teurer und immer weniger rentabel wird. Zum Zweiten kann eine Stagflation die Folge einer unangemessenen makroökonomischen Politik sein. Beispiele: wenn z.B. Zentralbanken ein exzessives Geldmengenwachstum hinnehmen, Regierungen neue Steuern einführen oder bestehende Steuern erhöhen, oder die Güter- oder Arbeitsmärkte zu stark reglementiert werden. In diesem Zusammenhang sei an die politischen Formen des Protektionismus, der Zentralverwaltungs- oder der Planwirtschaft oder auch der Kriegsökonomie erinnert.

Stagflation ist häufig ein Cocktail aus den drei oben aufgeführten Ursachen:

- Zu viel Liquidität zieht einen Inflationsschub nach sich, so dass die Haushalte immer mehr ausgeben, da sie immer neue Preiserhöhungen fürchten und dadurch ein Schneeballeffekt entsteht.
- Ein Anstieg des Rohölpreises, so dass die Rentabilität vieler Unternehmen sinkt und sie Personal abbauen müssen.

- Ein Anstieg der Arbeitslosenquote, der die Kaufkraft schmälert und das Wirtschaftswachstum lähmt.

Die Hauptauswirkungen einer Stagflation sind:

- Ein Rückgang der Steuereinnahmen als Auftakt zu einer unheilvollen Spirale, da der Staat zur Wiederankurbelung des Wachstums mehr ausgeben, z.B. Infrastrukturen bauen oder Unternehmen subventionieren muss.
- Die Folge sind hohe Haushaltsdefizite, die zu hohen Zinsen und einer Verknappung der Bankkredite für Privatunternehmen führen.
- Banken, die in ihren Bilanzen einen hohen Anteil an Hypothekenkrediten zu festen Zinsen halten, stehen schwere Zeiten bevor.
- Die Produktionskapazitäten sind nicht mehr ausgelastet, so dass das Phänomen der „Desindustrialisierung“ die Folge ist.
- Die Anleger korrigieren die Gewinnerwartungen der Unternehmen nach unten, so dass die Preise für Finanzaktiva ebenfalls sinken.
- Unternehmen, die einen hohen Anteil kurzfristiger bzw. liquider Vermögenswerte und eine gute Bonität bei den Banken besitzen, können kostengünstige Übernahmen in ihrem Sektor tätigen, eine Entwicklung, die zu etlichen Oligopolen führt.

3. Die angemessene Reaktion der Zentralbank auf eine Stagflation

In einer Stagflationssituation befindet sich die Zentralbank immer in einer Sackgasse: sie kann die Wirtschaft nicht durch eine Senkung der Zinsen stimulieren und gleichzeitig die Inflation bekämpfen; eine Erhöhung der Zinsen zur Senkung der Inflation hiesse, die Wachstumsverlangsamung zu verschärfen. Etliche Ökonomen vergleichen in diesem Fall die Zentralbank gerne mit einem Autofahrer, der mit einem Fuss auf der Bremse und mit dem anderen Fuss auf dem Gaspedal steht.

Zu Beginn der achtziger Jahre hat der damalige Fed-Gouverneur, Paul Volcker, der Bekämpfung der Inflation eindeutig die höhere Priorität eingeräumt. Zwischen 1979 und 1983 sind die Fed Funds (Tagesgeld-

sätze der Federal Reserve) in einem als „deflationär“ bezeichneten Szenario drastisch gestiegen.

Die „*Prime Rate*“ in den Vereinigten Staaten hat dabei erstmals die Schwelle von 10% überschritten. Man kann Paul Volcker zu seinem Erfolg im Kampf gegen die Inflation nur beglückwünschen; dennoch zog die US-Wirtschaft erst 1983 dank der haushaltspolitischen Stimulierungsmassnahmen und des Geldmengenwachstums wieder richtig an. Während der Desinflation war die Arbeitslosenquote sechs Jahre in Folge gestiegen.

4. Führen Ölschocks zwangsläufig zu einer Stagflation?

Der Begriff des Ölschocks bezieht sich auf die Folgen einer abrupten Angebotsverschiebung am Ölmarkt für die Weltwirtschaft, bei der ein Preisanstieg mit einem Rückgang der Fördermengen einhergeht.

Die Ökonomen sind sich einig, dass es bisher drei Ölschocks gab: 1973, 1979 und 2008.

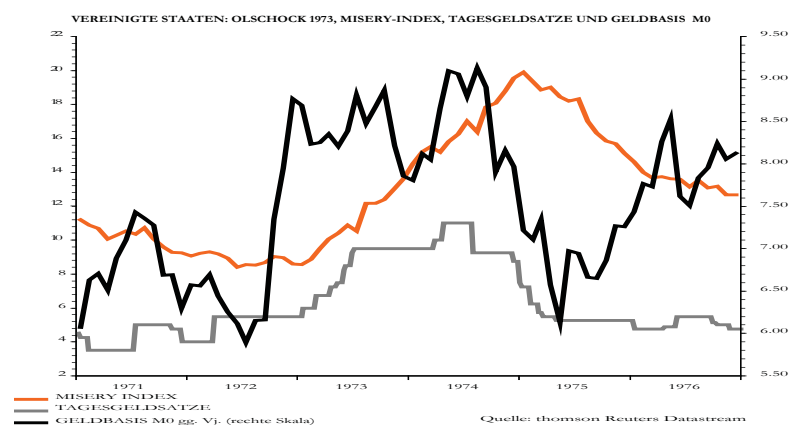
Der Ölschock des Jahres 1973 ist einerseits auf das Ende des Währungssystems von Bretton Woods und andererseits auf den Jom-Kippur-Krieg zurückzuführen.

Am 15. August 1971 setzten die Vereinigten Staaten die Konvertierbarkeit des US-Dollars in Gold ausser Kraft und liessen den Dollarkurs floaten. Das System fester Wechselkurse brach im März 1973 mit der Einführung der frei floatenden Wechselkurse endgültig zusammen. Die Hauptfolge war ein Kursrückgang des US-Dollars, der Währung, in der die Preise am Rohölmarkt festgelegt werden. Dies hatte wiederum zur Folge, dass die realen Einnahmen der ölerzeugenden Länder zurückgingen. Daher beschlossen die OPEC-Staaten, den Barreilpreis am Goldpreis auszurichten. Zwischen 1947 und 1967 sollte der Rohölpreis in USD um mindestens 2% jährlich steigen.

Am 16. und 17. Oktober 1973, während des Jom-Kippur-Kriegs, kündigten die arabischen Mitgliedstaaten der OPEC ein Embargo auf Öllieferungen in die Staaten an, die Israel unterstützten. Des Weiteren erhöhten die Golfstaaten einseitig, d.h. ohne Zustimmung der Mineralölgesellschaften, den festgelegten Rohölpreis um 70%. Am freien Markt stieg der Barrelnpreis innerhalb weniger Wochen von USD 3 auf USD 18. Bis Ende Dezember hatte sich der Barrelnpreis der OPEC auf eine Art „Einheitspreis“ von USD 11,65 eingependelt.

Der erste Ölchock hatte schwerwiegende Folgen:

- Vervielfachung des Rohölpreises.
- Für die Vereinigten Staaten einen Anstieg der Inflationsrate auf 15,2% im Jahr 1974 und einen Anstieg der Arbeitslosenzahlen von 450.000 auf 900.000 in den Jahren 1974 und 1975.



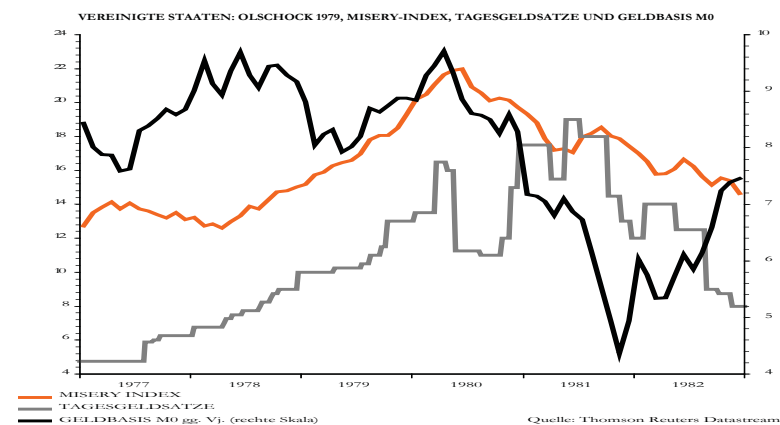
Daraus wird ersichtlich, dass die erste Reaktion der Federal Reserve darin bestand, die Geldmenge weiter wachsen zu lassen, wodurch die Inflation nur noch weiter steigen konnte. Auch blieb der Tagesgeldsatz der Fed 1974 praktisch unverändert.

Der zweite Ölchock kam 1979 unter dem Einfluss der iranischen Revolution in Verbindung mit dem Krieg zwischen dem Irak und

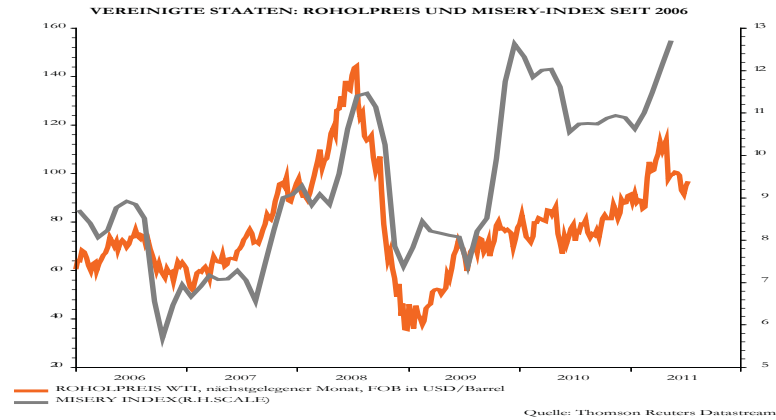
dem Iran und einer Steigerung der Weltnachfrage nach Öl infolge des ersten Ölshocks.

Am 8. September 1978 wurden in Teheran Aufstände gewaltsam unterdrückt: dies war der Anfang der iranischen Revolution, die in der Flucht des Schah am 16. Januar 1979 ihren vorläufigen Höhepunkt fand.

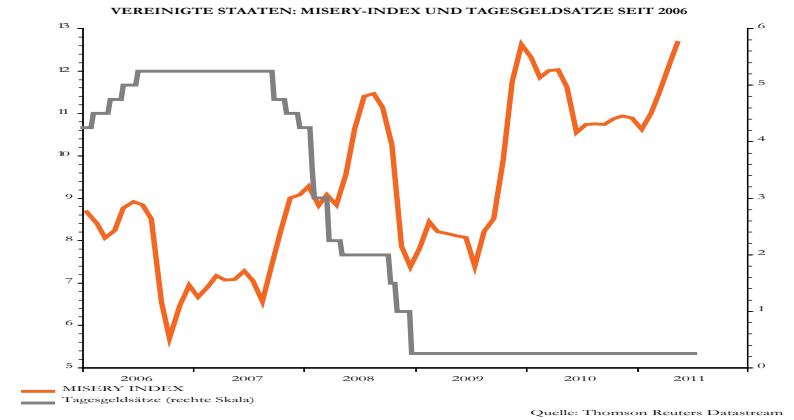
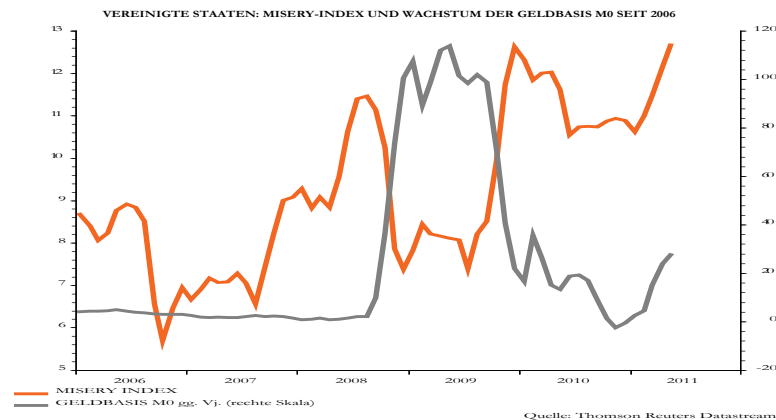
Am 22. September 1980 brach der Krieg zwischen dem Iran und dem Irak aus, unter dem das Ölangebot schwer litt. Der Barrelnpreis für „Arabian Light“, der im September 1978 noch unter USD 13 gelegen hatte, stieg bis Mai 1979 auf USD 35.



Während des zweiten Ölshocks kletterte der „Misery-Index“ von 15% auf 22%. Dieses Mal wechselte die Federal Reserve ihren geldpolitischen Kurs. Das Wachstum der Geldbasis M0 blieb konstant, aber der Tagesgeldsatz richtete sich nach dem „Misery-Index“ und wurde auf 16% angehoben, als der Index seinen Höchststand markierte.



Der dritte Ölschock im Jahr 2008 verdient seinen Namen eigentlich gar nicht mehr. Zwar war der Barrelpreis in New York zwischen Anfang 2006 und dem 2. Juli 2008 von USD 60 auf USD 144 geklettert, doch fiel er bis Ende 2008 rasch wieder auf USD 35. Der „Misery-Index“ wiederum fiel innerhalb von sechs Monaten von 11,5% auf 7,5%, um unter dem Einfluss der Subprime-Krise bis Ende 2009 wieder explosionsartig auf 12,5% zu steigen.



Fakt ist, dass die Federal Reserve während des Ölpreisanstiegs das Wachstum der Geldbasis M0 bei 0 belies, bevor sie angesichts der Subprime-Krise in Panik geriet. Der Tagesgeldsatz (die „Fed Funds“) wiederum sank während des gesamten Jahres 2008 weiter, um am Jahresende in einer Spanne zwischen 0% und 0,25% zu oszillieren.

Abschliessend ist zum Ölschock des Jahres 2008 folgendes zu konstatieren:

- Der Preisanstieg des Jahres 2008 wurde nicht durch eine Verknappung des Angebots verursacht, sondern durch eine unerwartete Steigerung der Nachfrage der Schwellenländer, insbesondere der asiatischen Länder.
- Ohne die Subprime-Krise hätte der Ölpreisanstieg mit Sicherheit keine Rezession in den Vereinigten Staaten und in Europa hervorgerufen.

5. Steht uns derzeit eine Stagflation bevor?

Im Mai dieses Jahres betrug die amtliche Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten 9,1%, während der Verbraucherpreisindex (VPI) im Jahresvergleich auf 3,6% gestiegen war, so dass sich der „Misery-

Index“ auf 12,7% summierte. Dieser Wert stellt die reale Situation in den Vereinigten Staaten viel zu optimistisch dar.

Aufgrund der Tatsache, dass Millionen Amerikaner es aufgegeben haben, einen Job zu suchen, ist die Arbeitslosenquote künstlich niedrig.

Der Anstieg des VPI hält sich durch die hohe Gewichtung der Wohnkosten in Grenzen; untersucht man die Erzeugerpreise, so stellt man hingegen fest, dass die Preise für Endprodukte im Mai um 7,3% gestiegen sind, während die Preise für Zwischenprodukte und Rohstoffe („*Crude Goods*“) gegenüber dem Vorjahr sogar um 10,3% bzw. um 21,5% geklettert sind.

Die Rohstoffpreise dürften in den kommenden Jahren auf Aufwärtstrend bleiben, vor allem aufgrund der Nachfrage aus den Schwellenländern (Rohöl, Nahrungsmittel, aber auch Industriemetalle wie Kupfer oder Aluminium).

Nachfrageseitig wird der Rohölmarkt den zusätzlichen Strombedarf der Länder, die keine Umweltverschmutzung durch Kohlekraftwerke mehr wollen und/oder den Ausstieg aus der Atomkraft beschlossen haben, decken müssen. Hinzu kommen die steigende Nachfrage, überwiegend aus den Schwellenländern, sowie - auf der Angebotsseite - die zunehmenden politischen Risiken in den Golfstaaten. Somit könnte der Ausbau der Erdgasförderung die Rohölnachfrage entlasten.

Die Preise für Nahrungsmittel werden nicht nur unter dem Einfluss des Bevölkerungswachstums steigen, sondern auch infolge der globalen Erwärmung und der Zunahme der Naturkatastrophen (Trockenheit, Überschwemmungen, Brandkatastrophen), von den Auswirkungen des Ausbaus der Biokraftstoffe ganz zu schweigen.

Ein weiterer Risikofaktor ist die seit über 2 Jahren von der Federal Reserve verfolgte Geldpolitik. Diese besteht darin, die kurzfristigen Zinsen so nahe wie möglich bei 0 zu belassen und die langfristigen

Zinsen durch massive Ankäufe von Treasury Bonds zu belasten (und das Ganze dann „Quantitative Lockerungsmassnahmen“ zu nennen). Resultat: das „*Hot Money*“ ist von den New Yorker Finanzmärkten in die Schwellenländer, insbesondere nach Asien und Lateinamerika geflüchtet, wo strukturbedingt höhere Zinsen geboten werden.

Diese Kapitalverlagerungen haben den USD weiter auf Talfahrt geschickt und einen Anstieg der Verbraucherpreise von mehr als 5% in Ländern wie China, Brasilien oder Indonesien ausgelöst, wobei die Inflation durch den Anstieg der auf USD lautenden Rohstoffpreise um über 40% innerhalb eines Jahres weiter angeheizt wurde. Erwähnenswert ist ferner, dass die Geldschöpfung durch die Federal Reserve keine Ausweitung des Volumens der an die Haushalte und die Unternehmen - insbesondere Klein- und mittelständische Unternehmen - gewährten Kredite zur Folge hatte, sondern vor allem die überschüssigen Rücklagen der Geschäftsbanken weiter aufgeblasen hat.

Kurz gesagt: im Falle einer Stagflation wäre die Federal Reserve angesichts des Basiszinses von nahezu 0 und der massiv und mehr oder weniger sinnlos in das Bankensystem gepumpten Liquiditäten völlig ohnmächtig. Dies ist wahrscheinlich der Grund, warum im Communiqué des Offenmarktausschusses nach seiner Sitzung vom 21./22. Juni sowie in seiner im Anhang enthaltenen Konjunkturprognose für die Jahre 2012 und 2013 jegliche Stagflation kategorisch ausgeschlossen wurde.

Jedoch erklärt Angel Gurría, Generalsekretär der OECD, am 25. Mai 2011: „*Das Problem ist, wenn sich die Risiken (für die Weltwirtschaft) zuspitzen, könnte ihr kumulierter Effekt die Erholung stark gefährden und in bestimmten Industrieländern vielleicht eine Stagflation auslösen.*“

Weitere Informationen dazu finden Sie in „*The Return of Stagflation*“, einem am 24. Mai 2011 auf wsj.com erschienenen Artikel von Ronald McKinnon, Professor an der Stanford University.

6. Wie legt man bei Stagflation sein Geld am besten an?

Einleitend müssen wir Sie leider etwas entmutigen: gegen die Stagflation kann man nur ankommen, wenn man Risiken einzugehen bereit ist.

Am Anfang einer Stagflation sollte man **Barguthaben** meiden; der berühmte Spruch „*Cash is King*“ gilt nur bei Deflation; Barguthaben werden erst dann wieder interessant, wenn die Zentralbank ihren Leitzins unter die Inflationsrate senkt.

Von **Anleihen** wird eindringlich abgeraten; in den siebziger Jahren waren sie bei Maklern und Finanzanalysten sogar als „Konfiskationszertifikate“ verschrien. Inflationsindexierte Anleihen („TIPS“) existierten damals noch nicht. Zweifelsohne sind TIPS die Anleihen mit den geringsten Risiken. Allerdings gibt es auch hier zwei Wermutstropfen: der amtliche Verbraucherpreisindex, anhand dessen die Kupons angepasst werden, unterschätzt die reale Inflation, und der staatliche Schuldner ist mittlerweile nicht mehr vor der Herabsetzung seines Rating durch die Ratingagenturen geschützt.

Bei einer Stagflation sinken die **Aktienkurse**; Grundregel ist, sich auf die Aktien von Unternehmen zu konzentrieren, die am ehesten in der Lage sind, ohne Umsatzeinbussen die Preise für ihre Produkte zu erhöhen („*Pricing Power*“), und die hohe Dividenden ausschütten. Dabei sollte der Schwerpunkt auf Sektoren liegen, die Güter herstellen oder Dienstleistungen erbringen, die für Haushalte auch in Krisenzeiten unverzichtbar sind, z.B. Energie, Wasser, Gesundheit und Nahrungsmittel, denn die Verbraucher sind sowohl durch die Arbeitslosigkeit als auch durch den Rückgang ihrer Kaufkraft genug gestraft. Somit sollte man Sektoren wie zyklische Konsumgüter sowie den Non-Food-Einzelhandel tunlichst meiden.

Direktanlagen in **Rohstoffe und Gold** erscheinen auf den ersten Blick sehr sinnvoll; jedoch sind die Rohstoffpreise aufgrund der Erwartung an eine Beschleunigung der Inflation bereits stark gestiegen, wobei auch der Fall eintreten kann, dass der Preis für einen bestimmten Rohstoff

durch Spekulanten, z.B. durch Hedgefonds, beeinflusst wird. Aus diesem Grund empfiehlt es sich, in erster Linie breit gestreute Indizes zu kaufen, die auf die wichtigsten Rohstoffe setzen.

An der **Devisenfront** sollte man den Schwerpunkt auf „*Commodity Currencies*“ legen, insbesondere auf den australischen und den kanadischen Dollar sowie auf die norwegische Krone. Wenn sich herauskristallisiert, dass eine Zentralbank eine aggressive Erhöhung ihrer Leitzinsen beschlossen hat, dann sollte man die Währung kaufen, die davon am meisten profitiert.

Immobilien schliesslich sind in einem inflationären Umfeld im Prinzip eine gute Anlage, aber bei einer Stagflation kaufen Privatanleger Immobilien nicht mehr zu Anlagezwecken, sondern eher als Altersvorsorge; bei einer Rezession sinkt die Kaufkraft, so dass das Risiko, den Hypothekenkredit nicht mehr tilgen zu können, steigt; nicht unerwähnt bleiben sollte auch, dass die Subprime-Krise noch einige Jahre lang im kollektiven Gedächtnis haften wird und dass es unwahrscheinlich ist, dass die Häuserpreise in den Vereinigten Staaten während einer Stagflation in die Höhe schnellen werden.

Jacques Nicola / CIPa / Juli 2011
Bordier & Cie

WIR STEHEN ZU IHRER VERFÜGUNG

UNBESCHRÄNKT HAFTENDE
GESELLSCHAFTER

Pierre PONCET
Gaétan BORDIER
Grégoire BORDIER
Evrard BORDIER

GESCHÄFTSLEITUNG

David HOLZER
Michel JUVET
François KOESSLER
Patrice LAGNAUX, Zürich
Philippe RUDLOFF

ANLAGEBERATUNG

Bernard CHOLLET, Nyon
Bertrand CLAVIEN
Roman DOUBROVKINE
Niloufar EGHTEGAR
Sébastien GIOVANNA, Zürich
Joseph GOMEZ
Dimitrios GREKAS
Véronique GROSSEN
Markus HAUSHERR, Zürich
Carine IMHOF
Frank ISOZ
François JACOBI
Eric JOYAU

Hubert LECLERC
Ruth MERCIER, Nyon
Manuel MORA
Ernest MORGELI, Nyon
René MOZER
Philippe NABAA
Lisa NATALINI TISSOT, Nyon
Thierry PERRET
Daniel ROTH, Bern
Stephan SCHNYDER, Bern
Aloïs SOMMER, Zürich
Masaki TSUNOOKA

ABTEILUNG EXTERNE
VERMÖGENSVERWALTER

Pierre-Louis CHARDIER
Patrick STOCKHAMMER

FINANZANALYSE

Rafaël ANCHISI
Loïc BHEND
Agathe BOUCHE BERTON
Peter KELLER, Zürich

Christophe LABORDE
Daniel PELLET
Frédéric POTTET

FAMILY OFFICE

Radan STATKOW
Camille BORDIER

RECHTS-UND STEUERBERATUNG

Dominique FELLAY
Nicolas TERRIER
Sergio ULDRY
Guy LUTZ

COMPLIANCE OFFICER

Frédéric DEVILLARD
Veronica VERDIAL
Juan-Luis CALERO
Reynald DUCOMMUN
Didier GRANDJEAN
Yves FOURNET
Jean-Marc SCHWAB

IT
BUCHHALTUNG/KREDITE
DEISENHANDEL
BÖRSE
WERTSCHRIFTENADMINISTRATION
ZAHLUNGSVERKEHR
SCHALTER

Hauptsitz
Bordier & Cie

Rue de Hollande 16
CP 5515
CH – 1211 Genève 11

T. +41 22 317 12 12
F. +41 22 311 29 73

Swift BORD CH GG
www.bordier.com
research@bordier.com

Vertretung Bern

Bordier & Cie
Zeughausgasse 28
Postfach 213
CH – 3000 Bern 7

T. +41 31 313 12 12
F. +41 31 313 12 00

Bordier & Cie (**France**) SA
10, rue de la Paix
75002 Paris
France

T. +33 1 55 04 78 78
F. +33 1 49 26 92 48

Vertretung Nyon

Bordier & Cie
Rue de la Porcelaine 13
CP 1045
CH – 1260 Nyon

T. +41 22 317 70 50
F. +41 22 362 04 68

Bordier & Cie (**Singapore**) Ltd.
Prudential Tower
30 Cecil Street # 27-00
Singapore 049712

T. +65 66 31 28 89
F. +65 66 31 28 94

Vertretung Zürich

Bordier & Cie
Bahnhofstrasse 62
CH – 8001 Zürich

T. +41 44 213 12 12
F. +41 44 213 12 00

Bordier & Cie (**Uruguay**) SA
Edificio Beta 3 of. 104- Zonamerica
91600 Montevideo
Uruguay

T. +598 2 518 58 81
F. +598 2 518 27 03