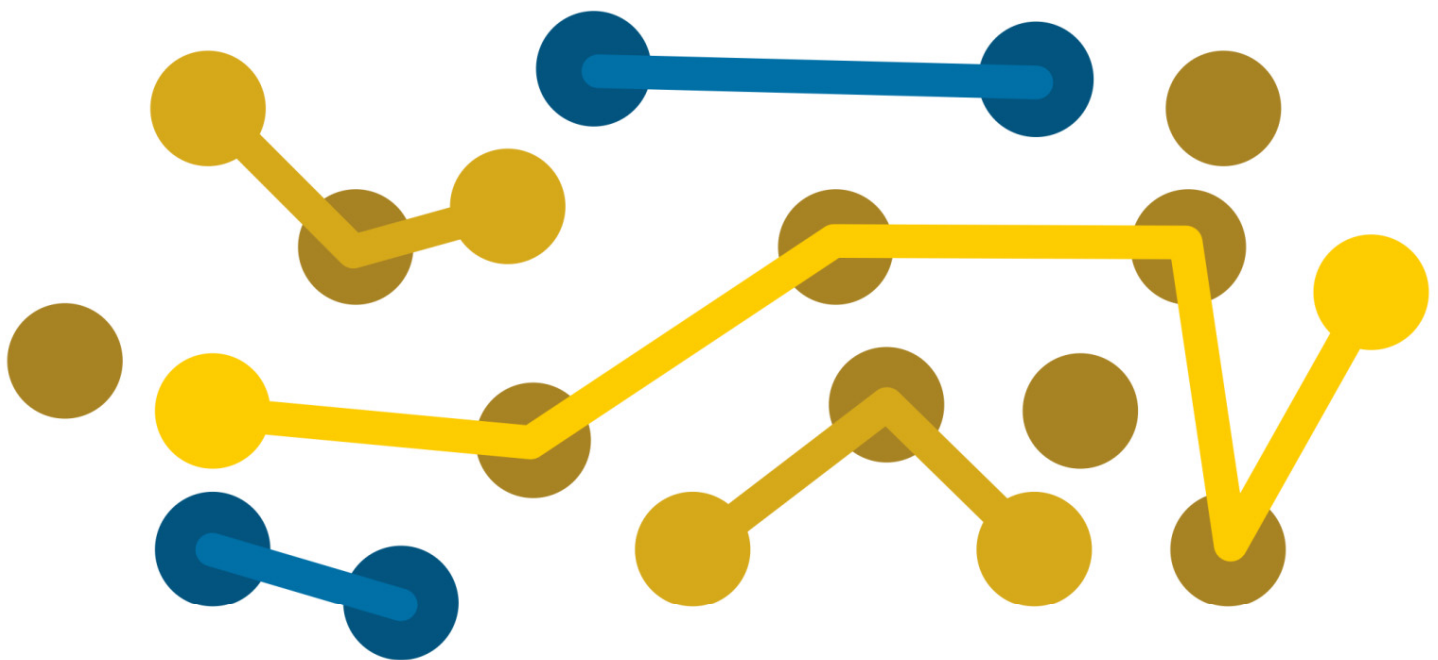


# Auf dem Weg zu einer neuen Normalität?



Erwerbsbevölkerung  
**Demografische Arithmetik**  
Seite 14

Geldpolitik  
**SNB-Bilanz und Regulierung**  
Seite 17

Wirtschaftspolitische Agenda  
**Brexit-Entscheid: Blick ins  
Ungewisse für die  
Schweiz**  
Seite 23

# Impressum

## Herausgeber: Investment Solutions & Products

Loris Centola

Global Head of PB Research

Tel. +41 44 333 57 89

E-Mail: [loris.centola@credit-suisse.com](mailto:loris.centola@credit-suisse.com)

Dr. Oliver Adler

Head Economic Research

Tel. +41 44 333 09 61

E-Mail: [oliver.adler@credit-suisse.com](mailto:oliver.adler@credit-suisse.com)

## Bestellungen

Direkt bei Ihrem Kundenberater oder bei jeder Geschäftsstelle der Credit Suisse

Interne Bestellungen via MyShop mit Mat.-Nr. 1545771

Abonnements mit Publikationscode MSD (HOST: WR10)

## Druck

gdz AG, Zürich

## Redaktionsschluss

14. September 2016

## Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.

Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

## Mitwirkung

Tomasz Limberger

Christine Mumenthaler

Andreas Weber

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Einer der auffälligsten Prognosefehler, den die Ökonomenzunft in den vergangenen Jahren begangen hat, ist die systematische Überschätzung des globalen Wachstums. Der damit eng verwandte Fehler der Finanzanalysten war die Verkenntung des starken Abwärtstrends bei den Zinsen. Interessanterweise haben die Ökonomen der Credit Suisse das Wachstum des Schweizer Bruttoinlandprodukts weniger überschätzt als beispielsweise das der USA und der Eurozone. Eine mögliche Erklärung ist, dass unsere Ökonomen bei der Prognose für die Schweiz dank ihrer Nähe zum Thema ganz einfach besser abschneiden. Weshalb jedoch haben Prognostiker, auch die lokalen, demgegenüber etwa das Wachstum in den USA, aber auch in der Eurozone weit mehr überschätzt?

Eine überzeugendere Erklärung scheint uns, dass gewisse Faktoren das Wachstum in der Schweiz in den vergangenen Jahren stärker gestützt haben als anderswo und daher die stark negativen Schocks, die unsere Wirtschaft getroffen haben (Stichwort: CHF-Aufwertungsschübe) zum grossen Teil kompensieren konnten. Zwei Faktoren waren unserer Meinung nach ausschlaggebend: erstens das durch die starke Einwanderung getriebene Wachstum der Beschäftigung und damit des Konsums und zweitens der Schweizer Immobilienboom. Die extrem tiefen Zinsen und die starke Beschäftigungsentwicklung waren die ursächlichen Treiber dieses Booms und des ihn finanzierenden starken Kreditwachstums. In den meisten anderen Industrieländern hat zumindest einer, wenn nicht sogar beide dieser Faktoren gefehlt. In den USA war die Erholung im Kredit- und Bauzyklus nach der Finanzkrise wesentlich zögerlicher. Demgegenüber wuchs die Beschäftigung ausgehend von tiefem Niveau zwar recht stark, die Erwerbsquote hat aber bis vor Kurzem deutlich abgenommen, und die Einwanderung stagnierte. In vielen europäischen Ländern haben beide Faktoren gefehlt. Die verschleppte Sanierung der Banken war dabei einer der Ausschlaggeber für die flauere Kreditvergabe und Konjunktur.

Der in anderen Zyklen zentrale Wachstumstreiber, nämlich das Produktivitätswachstum, hat sich hingegen sowohl in der Schweiz als auch anderswo ausserordentlich schwach entwickelt. Können wir hier eine klare Trendumkehr erwarten? Mehrere Faktoren sprechen gegen einen neuen, produktivitätstreibenden Investitionsboom, nicht zuletzt die Alterung, die den langfristigen Wachstumstrend bremst und damit den Investitionsbedarf senkt. Obwohl der technologische Fortschritt rasant bleibt, erwarten wir deshalb global weiterhin unterdurchschnittliche Investitionsquoten und zögerliche Produktivitätsfortschritte. Wenn nun in der Schweiz zusätzlich die Einwanderung abflaut ([Szenarien dazu auf Seite 14](#)), wird auch bei uns das Trendwachstum sinken. Es ist zu hoffen, dass dies ein gradueller Prozess sein wird, damit auch der Immobiliensektor zu einer sanften Landung ansetzen kann. In unserem Basisszenario sollte dies gelingen, gehen wir doch nicht von einem Zinsschock aus. Schliesslich lässt die Demografie nicht nur zögerliche Investitionen erwarten, sondern auch anhaltend hohes Sparen – und damit tiefe Realzinsen.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



Thomas Gottstein  
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler  
Leiter Economic Research

## Inhalt

<b>Konjunktur Global</b>	<b>5</b>
Das Weltwirtschaftswachstum ist derzeit nicht sehr beeindruckend. Allerdings zeichnet es sich durch eine gewisse Widerstandsfähigkeit aus, die es erlaubte, die letzten Quartale trotz ihrer diversen Schocks ohne grössere Blessuren zu überstehen.	
<b>Konjunktur Schweiz</b>	<b>7</b>
Die Schweizer Wirtschaft dürfte 2017 um 1.5% expandieren. Damit wird das Wachstum voraussichtlich weiterhin schwächer sein als vor der CHF-Aufwertung. Mit Ausnahme der Exporte ist bei keiner Nachfragekomponente eine Beschleunigung zu erwarten.	
<b>Branchen</b>	<b>12</b>
Die Schweizer Warenexporte steigen wieder. Das Wachstum war aber bisher praktisch einzig der chemisch-pharmazeutischen Industrie zu verdanken. Das aktuelle Exportmomentum in der Uhrenindustrie ist indes stark negativ.	
<b>Debatte Migration und Erwerbsbevölkerung</b>	<b>14</b>
Die Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative wird die Zuwanderung in die Schweiz beeinflussen. Wie sich dies auf die Erwerbsbevölkerung auswirken wird, zeigen unsere Modellrechnungen.	
<b>Geldpolitik</b>	<b>17</b>
Die neuen Regulierungsvorschriften für Banken werden die SNB und andere Notenbanken unseres Erachtens indirekt dazu zwingen, viel umfangreichere Bilanzen zu halten als vor der globalen Finanzkrise.	
<b>Regionen</b>	<b>20</b>
Mit der Unternehmenssteuerreform III wird die Attraktivität der einzelnen Kantone künftig vermehrt durch ihre ordentlichen Gewinnsteuersätze bestimmt werden. Basel-Stadt, Waadt und Genf rollen das Feld bezüglich ihrer Attraktivität von hinten auf.	
<b>Wirtschaftspolitische Agenda</b>	<b>23</b>
Für die Schweiz bleiben die mittel- und langfristigen Folgen der Brexit-Abstimmung ungewiss. Die Verhandlungen mit der EU dürften sich kurzfristig sogar schwieriger gestalten. Die Schweizer Bevölkerung sieht für Wirtschaft und Politik eher Vorteile.	
<b>Immobilien</b>	<b>25</b>
Das Preiswachstum bei Wohneigentum in der Schweiz schwächt sich im Trend weiter ab. Zunehmend zeigen sich dabei Unterschiede zwischen Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern.	
<b>Prognosen und Indikatoren</b>	<b>27</b>

## Konjunktur Global

## Wachstum tief, aber recht stetig

**Das Weltwirtschaftswachstum ist derzeit nicht sehr beeindruckend. Allerdings zeichnet es sich durch eine gewisse Widerstandsfähigkeit aus, die es erlaubte, die letzten Quartale trotz ihrer diversen Schocks ohne grössere Blessuren zu überstehen.**

**Robustes US-Wachstum sollte Leitzinserhöhung Ende Jahr erlauben**

Die solide Lage der US-Wirtschaft hat sich in den vergangenen Monaten nur unwesentlich geändert. Das Bruttoinlandprodukt (BIP) expandierte zwar im 1. Halbjahr 2016 sehr verhalten, da die Wachstumsraten aber teilweise durch Sondereffekte belastet wurden, rechnen wir für das 2. Halbjahr mit einer leichten Beschleunigung. Die Säulen des US-Wachstums sind weiterhin in der Binnenwirtschaft zu finden: ein robuster Privatkonsum, eine anhaltende Erholung des Bau-sektors sowie wenig Gegenwind seitens der Fiskalpolitik. Einzig das verarbeitende Gewerbe stand längere Zeit deutlich unter Druck, scheint sich jedoch nun zumindest zu stabilisieren. Der Arbeitsmarkt bleibt in sehr guter Verfassung, und auch das Lohnwachstum zieht weiter an, wenn auch sehr langsam. Da klarer Inflationsdruck dennoch fehlt, erwarten wir von der US-Notenbank nur sehr graduelle weitere Zinsschritte. Mit der nächsten Zinserhöhung rechnen wir noch dieses Jahr, gefolgt von zwei weiteren im Jahr 2017.

**Brexit bisher weniger negativ als befürchtet; Eurozone dürfte moderat wachsen**

Die unmittelbaren negativen Auswirkungen des britischen Entscheids, die Europäische Union (EU) zu verlassen, halten sich bisher in Grenzen. Das Geschäftsklima hat sich nach einem ersten Rückschlag wieder aufgehellt, und die «harten» Daten zeichnen bisher ein relativ robustes Bild. Die Bank of England (BoE) hat ihre Geldpolitik dennoch gelockert und dürfte die Zinsen künftig in den Bereich von Null senken. Ende 2016 sollte zudem ein fiskalischer Stimulus folgen. In der Eurozone hat sich dementsprechend bisher wenig am relativ robusten, wenn auch moderaten Wachstumsausblick geändert. Da der Inflationsausblick aber verhalten bleibt, wird die Europäische Zentralbank (EZB) ihr Anleihenkaufprogramm wohl noch einmal verlängern müssen.

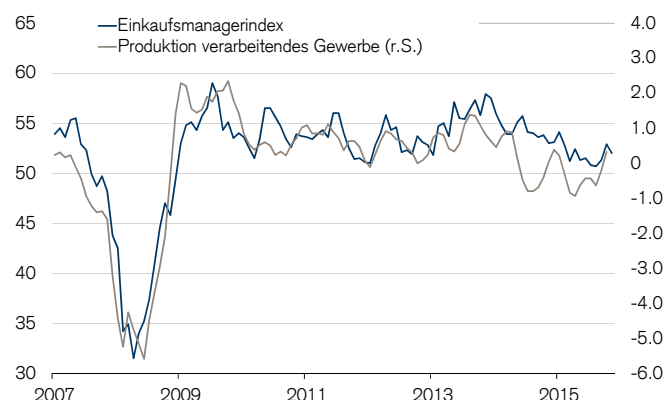
**Chinas Wirtschaft dürfte nach Stabilisierung wieder langsamer wachsen; Brasilien und Russland haben Talsohle durchschritten**

Das Bild in den grossen Schwellenländern präsentiert sich leicht besser als noch vor ein paar Monaten. Die chinesischen Daten zeigten im 1. Halbjahr eine erfreuliche Stabilisierung, die aber staatlichen Stimuli zu verdanken war. Im Privatsektor bleibt die Dynamik hingegen eher schwach. Wir rechnen daher für das 2. Halbjahr mit einer erneuten Verlangsamung des chinesischen Wachstums, jedoch nicht mit einem Einbruch. Indiens Wirtschaft steht unverändert solid da, und der positive Wachstumsausblick dürfte auch für das kommende Jahr gelten. In Brasilien erholt sich die Konjunktur nur sehr langsam von der tiefen Rezession. Da die Inflation allmählich nachlässt, dürfte auch die brasilianische Zentralbank ihre Leitzinsen wieder langsam senken können. Russlands Konjunktur scheint ebenfalls die Talsohle durchschritten zu haben, eine rasante Erholung ist aber angesichts der weiterhin tiefen Energiepreise nicht zu erwarten.

[bjoern.eberhardt@credit-suisse.com](mailto:bjoern.eberhardt@credit-suisse.com)

### Verarbeitendes Gewerbe in den USA stabilisiert sich

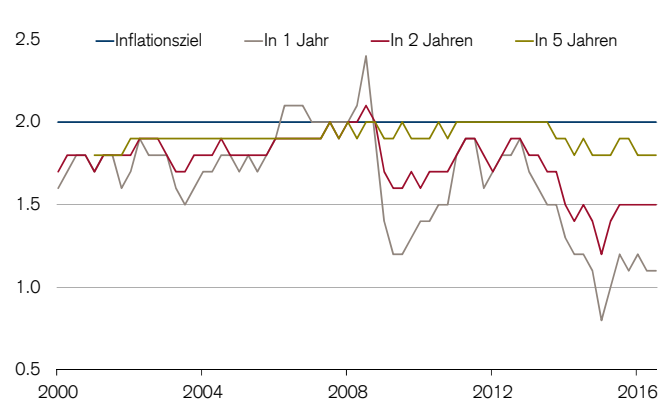
Index; Wachstum zum Vorquartal in %



Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

### Verhaltener Inflationsausblick in der Eurozone

Inflationsziel EZB, von professionellen Prognostikern erwartete Inflationsrate in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Konjunktur Global I Monitor

### Grossbritannien

Es herrscht weiterhin grosse Unsicherheit darüber, welche Auswirkungen der Austritt Grossbritanniens aus der EU («Brexit») auf die britische Wirtschaft haben wird. Die jüngsten Konjunkturdaten haben mehrheitlich positiv überrascht. Gleichwohl glauben wir, dass diese Entwicklung nicht Bestand haben wird. Vielmehr erwarten wir weiterhin eine merkliche wirtschaftliche Abkühlung. Unternehmen dürften zusehends zögern, Investitionen zu tätigen und Mitarbeiter einzustellen. Dies wiederum wird voraussichtlich den privaten Konsum belasten.

[philipp.waerber@credit-suisse.com](mailto:philipp.waerber@credit-suisse.com)

### USA

Trotz allen politischen Differenzen besteht zwischen den US-Präsidentschaftskandidaten ein Konsens darüber, die Infrastrukturausgaben zu erhöhen. Aufgrund von Verzögerungen bei der Implementation dürften die Wachstumsimpulse indessen mehrheitlich erst ab 2018 einsetzen. Die Auswirkung auf den Staatshaushalt könnte bei einer Wahl von Hillary Clinton neutral ausfallen, da sie Steuererhöhungen für hohe Einkommen plant. Die Staatsschulden würden hingegen bei einer Wahl von Donald Trump wohl weiter steigen, da er gleichzeitig massive Steuersenkungen, insbesondere für Unternehmen, vorschlägt.

[damian.kuenzi@credit-suisse.com](mailto:damian.kuenzi@credit-suisse.com)

### Indien

Im Gegensatz zum immer noch schwachen Wachstum in den meisten anderen grossen Schwellenländern befindet sich Indiens Wirtschaft in einer Boomphase. Das Land wächst bereits das zweite Jahr in Folge stärker als China. Für das Haushaltsjahr 2017/18 erwarten wir eine weitere Beschleunigung des BIP-Wachstums auf 8.0% im Vorjahresvergleich. Treiber ist vor allem ein umfassendes Reformprogramm, das öffentliche und private Investitionen beflügeln sollte.

[nora.wassermann@credit-suisse.com](mailto:nora.wassermann@credit-suisse.com)

### Investitionsabsichten brechen infolge des Brexit ein

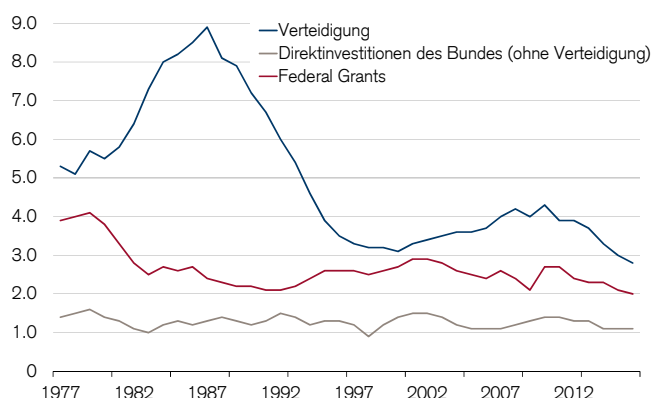
Investitionsabsichten gemäss BoE Agents Survey, Wachstum zum Vorquartal in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

### Staatliche Investitionen seit längerer Zeit rückläufig

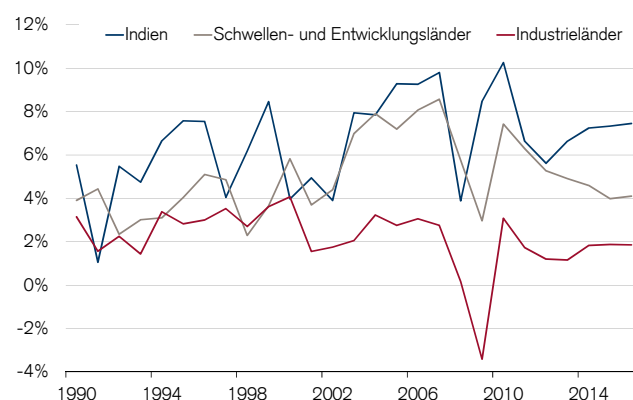
Investitionen in physisches Kapital, in % der Bundesausgaben (2016 = Schätzung)



Quelle: US Office of Management and Budget, Credit Suisse

### Indiens Wirtschaftsboom sollte sich noch fortsetzen

Wachstum Bruttoinlandprodukt, im Vorjahresvergleich in %



Quelle: Internationaler Währungsfonds, Credit Suisse

## Konjunktur Schweiz

## Euphorie ist nicht angebracht

Die Schweizer Wirtschaft dürfte 2017 um 1.5% expandieren. Damit wird das Wachstum voraussichtlich weiterhin schwächer sein als vor der CHF-Aufwertung. Mit Ausnahme der Exporte ist bei keiner Nachfragekomponente eine Beschleunigung zu erwarten.

### Exploit im 2. Quartal 2016 statistisch überzeichnet

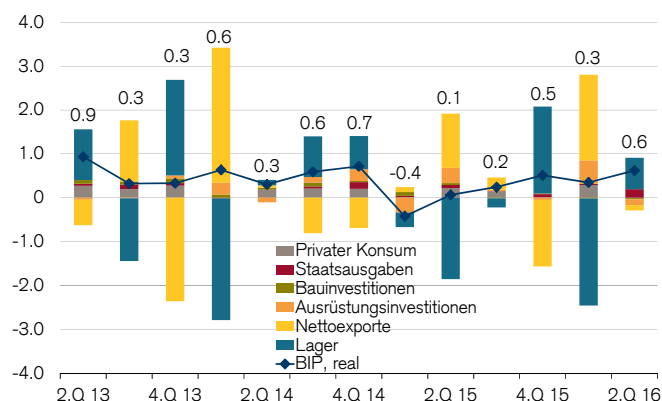
Um 0.6% nahm die Wirtschaftsleistung gemäss Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) im 2. Quartal dieses Jahres gegenüber dem Vorquartal zu. Insgesamt lag das Bruttoinlandprodukt (BIP) zur Jahreshälfte wieder um 2% über dem Vorjahresstand. Befindet sich die Schweiz damit bereits wieder in einer Boomphase? Vorsicht scheint angebracht: Ein Grossteil des Wachstums war der Komponente «Lager» (und den darin enthaltenen «statistischen Abweichungen») zu verdanken. Ob die Unternehmen ihre Lager tatsächlich derart stark aufgestockt haben, ist fraglich, weist doch die monatlich von procure.ch durchgeführte Umfrage bei Einkaufsmanagern in der Industrie sogar auf einen Lagerabbau hin. Ebenfalls positiv war die Entwicklung des Staatskonsums, einer Beitragskomponente, die von Quartal zu Quartal stark schwankt. Demgegenüber stagnierte der Privatkonsum, und die Investitionen gingen zurück – die Ausrüstungsinvestitionen sogar so stark wie zuletzt kurz nach der Aufhebung der EUR/CHF-Wechselkursuntergrenze von 1.20. Die Exporte legten zwar zu, aber vor allem dank der chemisch-pharmazeutischen Industrie (vgl. Branchen: «Divergierende Exportentwicklung» auf Seite 12). Gleichzeitig stiegen auch die Importvolumen. Von einem breit abgestützten Aufschwung kann folglich nicht die Rede sein.

### Margenschwund gebremst, aber nicht kompensiert

Unsere drei Sammelindikatoren, mit Hilfe derer wir die Auswirkungen der Frankenstärke messen (vgl. Abb.), zeigen denn auch ein heterogenes Bild: Tatsächlich haben sich die Indikatoren aus dem Bereich «Produktion» wieder erholt, hinter dieser Entwicklung verbirgt sich aber eine weite Streuung innerhalb der Industrie. Die verfügbaren Indikatoren zum Arbeitsmarkt und zum Konsum lassen darauf schliessen, dass die Haushalte bisher nicht wesentlich von der Frankenstärke betroffen sind bzw. bis vor Kurzem dank des Kaufkraftgewinns sogar von dieser profitiert haben. Die zeitweise rekordhohen Preiszugeständnisse und damit einhergehenden markanten Margenverluste, die sich im Sammelindikator «Finanzielles Umfeld» widerspiegeln, konnten jedoch erst teilweise wiedergutmacht werden. Die schwache Gewinnlage der Unternehmen wird wohl auch die konjunkturelle Entwicklung im kommenden Jahr prägen. Entsprechend gehen wir unverändert von einem nur verhaltenen Wirtschaftswachstum von 1.5% im Jahr 2017 aus (nach einem angesichts der Zahlen für das 2. Quartal revidierten Plus von 1.5% in diesem Jahr).

### Lagerkomponente mit grossen Schwankungen

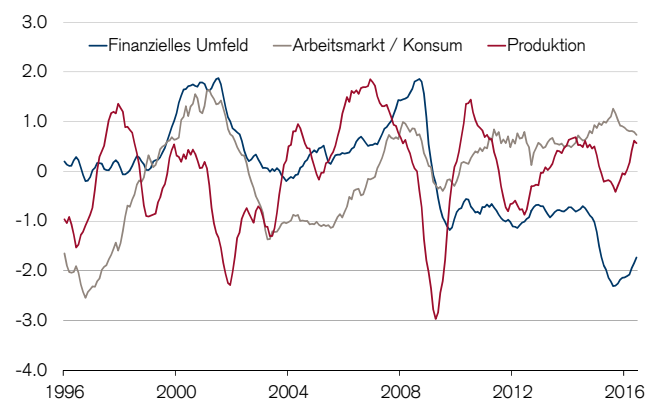
In % im Vorquartalsvergleich, saisonbereinigt



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse

### Frankenstärke lastet noch auf Margen und Gewinnen

In Standardabweichungen, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Datastream, Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Schwächere Zuwanderung dämpft Konsumwachstum

Der Privatkonsum, die bedeutendste Nachfragekomponente, dürfte 2017 abermals nur verhalten zum Wirtschaftswachstum beitragen. Gegen eine Beschleunigung sprechen zwei Faktoren. Erstens sollte sich die Zuwanderung weiter abschwächen (vgl. [detaillierte Ausführungen auf Seite 11 -> Zuwanderung](#)). Laut unserer Analyse basierte in den letzten sieben Jahren mehr als ein Viertel des Konsumwachstums auf der Zuwanderung. Zwar ist im kommenden Jahr abermals eine zuwanderungsbedingte Mehrnachfrage zu erwarten, diese dürfte aber wieder weniger als CHF 1 Mrd. betragen, beinahe ein Fünftel weniger als im Vorjahr. Zweitens bleibt die Konsumentenstimmung wahrscheinlich gedrückt. Zu zahlreich sind die negativen Meldungen aus dem In- und Ausland. So hat der Unsicherheitsindex, der die Häufigkeit der Nennung von «politischer Unsicherheit» in Medienberichten zählt, in der Zeit um den «Brexit»-Entscheid einen neuen Höchststand erreicht (vgl. [Abb.](#)). Demgegenüber entlasten die tiefen Hypothekarzinsen weiterhin die Budgets der Hauseigentümer und – dank der Koppelung der Mieten an das Zinsumfeld – zumindest teilweise auch jene der Mieter.

## Kein Anstieg der Arbeitslosenquote, aber auch kein Reallohnplus

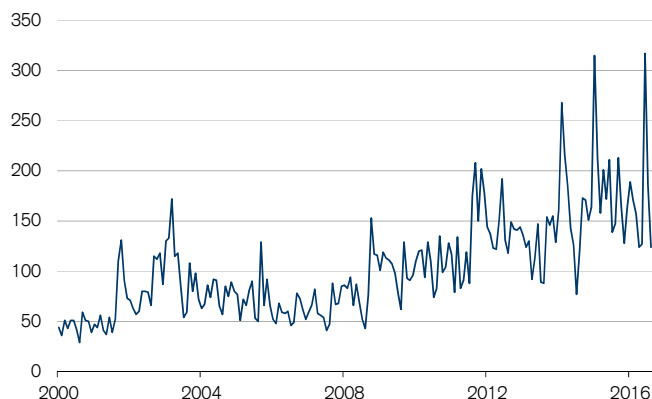
Letztlich werden Konsumententscheide aufgrund der Arbeitsmarktlage getroffen. Positiv ist, dass die Arbeitslosenquote nicht mehr steigt. Wir gehen von einer unveränderten Arbeitslosenquote von 3.3% im kommenden Jahr aus. Der Anstieg war damit nach dem «Aufwertungsschock» vom Januar 2015 deutlich geringer als in früheren Krisen (vgl. [Abb.](#)). Angesichts der vergleichsweise soliden Auslastung halten die Unternehmen so weit wie möglich an ihren Personalbeständen fest. Zudem werden in Branchen wie dem Gesundheits- und Sozialwesen oder dem öffentlichen Sektor weiterhin neue Stellen geschaffen. Wegen der gesunkenen Margen und Gewinne sind die Unternehmen jedoch bestrebt, ihre Lohnkosten zu reduzieren, sei es über eine vermehrte Nutzung von Teilzeitarbeit (vgl. [«Arbeitsmarkt» auf Seite 11](#)) oder über die Einschränkung von Vergütungen. Dies lässt erwarten, dass die Löhne 2017 nur sehr verhalten steigen werden. Wir gehen von einem Lohnplus von nominal 0.5% aus. Weil gleichzeitig die Teuerung mit einem Wert von 0.5% erstmals seit fünf Jahren wieder positiv sein dürfte (vgl. [«Inflation» auf Seite 11](#)), resultiert im kommenden Jahr kein realer Kaufkraftgewinn. Insgesamt sollte das Konsumwachstum mit 1% im Jahr 2017 sogar marginal schwächer sein als 2016 (1.1%).

## Staatskonsum weiterhin eine Wachstumsstütze

Die Zunahme des Staatskonsums dürfte im kommenden Jahr ähnlich stark wie 2016 ausfallen. Dem leicht tieferen Bevölkerungswachstum sowie den geplanten Sparprogrammen stehen tiefe Refinanzierungskosten gegenüber. Der wichtigste Treiber des Staatskonsums ist der Personalaufwand, der zu mehr als der Hälfte bei den Kantonen anfällt. Insbesondere in den Gemeinden und Kantonen dürften die Belegschaften weiter zunehmen, und selbst der Bund wird wohl trotz Sparbemühungen abermals Stellen aufbauen. Mit einem Wachstum von 1.8% nimmt der Staatskonsum voraussichtlich auch im kommenden Jahr stärker zu als das BIP und die Bevölkerungszahl.

### Unsicherheitsindex nach «Brexit» auf Höchststand

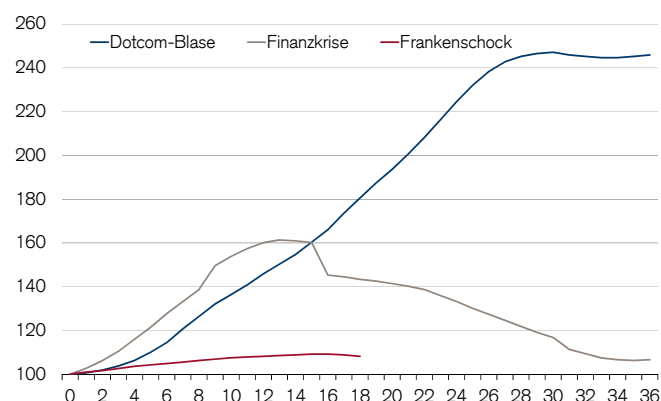
Anzahl Artikel zu «politischer Unsicherheit»



Quelle: policyuncertainty.com, Factiva, Credit Suisse

### Arbeitsmarkt vergleichsweise solid

Veränderung der Arbeitslosenquote, Monate nach Krisenbeginn, Index: 100 = Beginn der jeweiligen Krise



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse



## Kaum Veränderungen beim Investitionsverhalten

Auch beim Investitionsverhalten ist in naher Zukunft keine grosse Veränderung absehbar. Für Ausrüstungsinvestitionen wirken insbesondere die trübe Erlössituation sowie die nach wie vor grosse Unsicherheit hemmend. Umgekehrt sprechen der Zwang zur Rationalisierung sowie tiefe Zinsen und hohe Aktienbewertungen für Investitionen in Ausrüstungen. Ein guter Indikator für deren zukünftige Entwicklung ist der Einkaufsmanagerindex (PMI) von Credit Suisse/procure.ch. Der PMI bewegt sich seit neun Monaten oberhalb der Wachstumsschwelle, wenn auch zeitweise nur knapp. Insgesamt prognostizieren wir ein unverändertes Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen im kommenden Jahr. Der Bauindex, der auf den Geschäftszahlen der Mitgliedfirmen des Schweizerischen Baumeisterverbands sowie den publizierten Baugesuchen beruht, ist derweil ein zeitnahe Indikator für die Bauinvestitionen (vgl. Abb.). Aktuell notiert er auf einem neuen Rekordstand, was auf eine Erhöhung der Bauinvestitionen hindeutet. Ausschlaggebend für die derzeitige Beschleunigung ist primär der Wohnungsbau, der durch das Negativzinsumfeld Rückenwind erhält (Stichwort: Anlagenotstand). Weil jedoch die Nachfrage nach Mietwohnungen und Bürogebäuden künftig aufgrund des schwächeren Bevölkerungs- und Beschäftigungswachstums abnehmen wird und die Leerstände steigen werden, dürfte das Wachstum der Bauinvestitionen im kommenden Jahr begrenzt sein. Für 2017 prognostizieren wir wie für 2016 ein Plus von 0.5%.

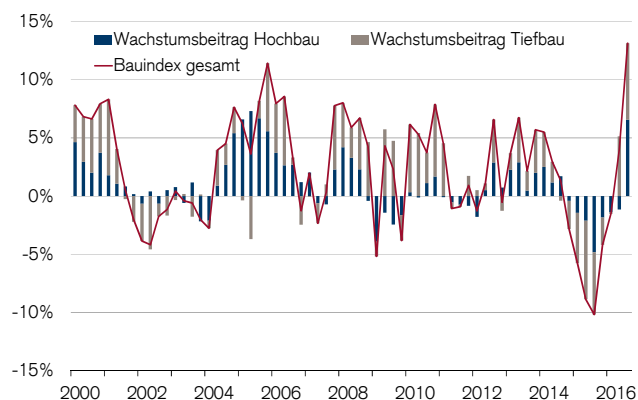
## Reale Exportvolumen dürften sich 2017 weiter erholen

Die Situation für die Exporteure sollte sich derweil weiter entspannen. Dank der Kombination von Negativzinsen und Fremdwährungskäufen der Schweizerischen Nationalbank und unter der Annahme keiner grösseren Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten dürfte der Franken im Jahresverlauf leicht abwerten. Gleichzeitig deutet das Exportbarometer der Credit Suisse, das die ausländische Nachfrage nach Schweizer Waren approximiert, darauf hin, dass sich das Exportwachstum in den kommenden Monaten fortsetzen sollte. Mit einem Wert von 0.86 liegt das Barometer fast auf dem Niveau seines langjährigen Durchschnitts und klar über der Wachstumsschwelle von null (vgl. Abb.). Zudem ist die Schweizer Exportwirtschaft in den Bereichen aktiv, die global derzeit wachsen (vgl. «Export» auf Seite 10). Entsprechend gehen wir für 2017 von einer Zunahme der realen Exporte von 4.5% aus – trotz einer nach wie vor bestehenden Überbewertung des Frankens, welche die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exportindustrie beeinträchtigt. Die Importe dürften im selben Zeitraum um 3.5% steigen.

claude.maurer@credit-suisse.com

### Bauindex: Der Bau bäumt sich auf

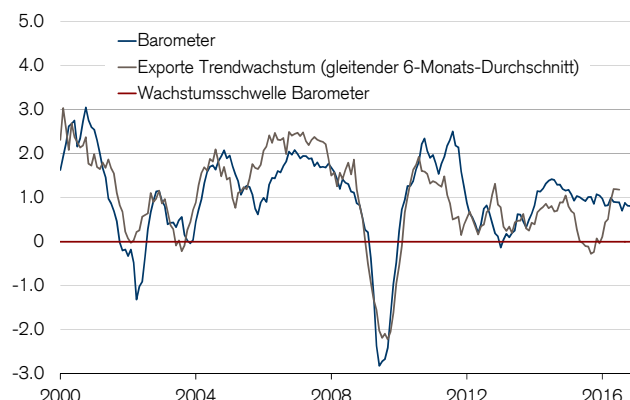
In % im Vorjahresvergleich



Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

### Exportbarometer steht auf Wachstum

In Standardabweichungen



Quelle: Bloomberg, Datastream, PMIPremium, Credit Suisse

## Konjunktur Schweiz I Monitor

### Export

Die Schweizer Exporte wuchsen zwischen 2001 und 2015 um 7.6% pro Jahr, während die globalen Exporte durchschnittlich um 8.0% pro Jahr zulegen. Die Differenz zwischen dem Schweizer und dem globalen Exportwachstum (Nettowachstum) kann aufgeteilt werden in einen Teil, der die initiale Spezialisierung reflektiert, und einen Teil, der Marktanteilsgewinne (Wettbewerbsstärke) abbildet. Diese Aufgliederung zeigt, dass die Schweizer Exportindustrie zwischen 2008 und 2011 und vor allem zwischen 2011 und 2015 in den «richtigen» Branchen tätig war. Über alle drei untersuchten Zeiträume hinweg hat die Schweiz aber leicht an Marktanteilen verloren.

[betina.rutschi@credit-suisse.com](mailto:betina.rutschi@credit-suisse.com)

### Konsum

Der Detailhandel erzielt hierzulande gemäss GfK einen Umsatz von knapp CHF 100 Mrd. p.a. Dem stehen Ausgaben der Haushalte für den Endkonsum von rund CHF 340 Mrd. jährlich gegenüber, wie den Zahlen des Bundesamts für Statistik zu entnehmen ist. Der Detailhandelskonsum macht folglich mit einem Anteil von weniger als einem Drittel nur wenig mehr aus, als ein durchschnittlicher Haushalt für den Ausgabenposten «Wohnen und Energie» aufwendet. Dies erklärt, warum der private Konsum zunehmen kann, obwohl die Detailhandelsumsätze stagnieren oder sogar sinken.

[claudio.maurer@credit-suisse.com](mailto:claudio.maurer@credit-suisse.com)

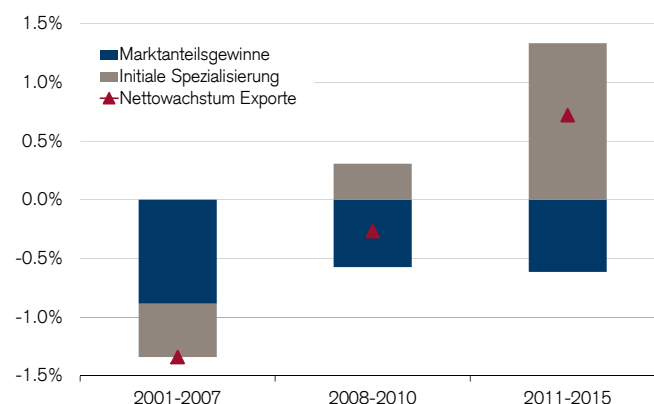
### Investitionen

Beinahe die Hälfte des nichtfinanziellen Kapitalstocks hierzulande von rund CHF 460 Mrd. (ohne Immobilien) besteht aus «klassischen» Maschinen (die dem Aggregat «Sonstige Ausrüstungen/Militär» zugerechnet werden). Der Anteil dieser Kategorie nimmt aber seit 2009 tendenziell ab – dies nach einem nur fünfjährigen «Ausreisser» im Zuge der «Re-Industrialisierung». Demgegenüber legt das Gros der übrigen Kategorien seit Jahrzehnten sukzessive zu. Insbesondere Investitionen in den Bereichen Forschung und Entwicklung sowie Informatikprodukte gewinnen laufend an Bedeutung.

[claudio.maurer@credit-suisse.com](mailto:claudio.maurer@credit-suisse.com)

### Gute Branchenwahl ist entscheidend

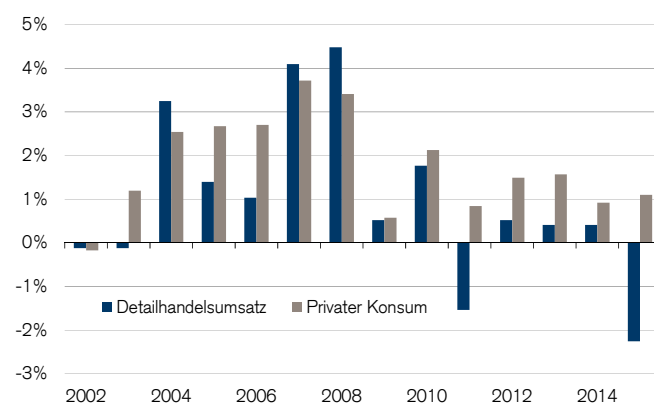
In % resp. Prozentpunkten



Quelle: Intracen, Credit Suisse

### Detailhandel ein schlechter Indikator für Gesamtkonsum

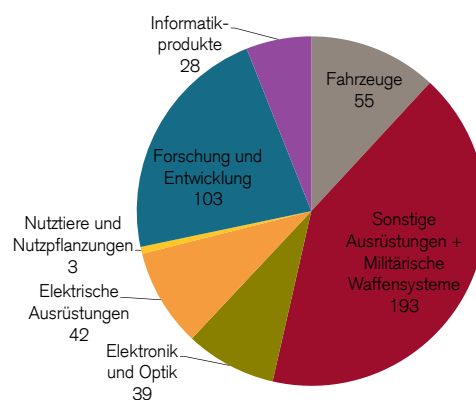
In % im Vorjahresvergleich



Quelle: Bundesamt für Statistik, GfK, Credit Suisse

### Noch überwiegen klassische Maschinen im Kapitalstock

In Mrd. CHF, 2014



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Inflation

Nachdem die Konsumentenpreise fünf Jahre lang gefallen sind, dürften sie 2017 wieder leicht steigen. Wir erwarten für 2017 eine durchschnittliche Inflationsrate von 0.5% (revidiert von 0.0%) nach ebenfalls revidierten -0.3% im Jahr 2016. Dabei trägt hauptsächlich die Energiekomponente zum Anstieg bei. Grund dafür sind die höheren Ölpreise. Die anderen Komponenten des Konsumentenpreisindex (KPI) dürften hingegen kaum zunehmen. Allen voran werden sich wohl die Mieten (knapp 20% des KPI) aufgrund der historisch tiefen Hypothekenzinsen kaum noch verteuern.

[maxime.botteron@credit-suisse.com](mailto:maxime.botteron@credit-suisse.com)

## Zuwanderung

Die Zuwanderung in die Schweiz hat sich in den beiden ersten Quartalen des laufenden Jahres etwas abgeschwächt. Vergleicht man den bisherigen Jahresverlauf 2016 mit denjenigen früherer Jahre, zeigt sich, dass die Einwanderung ziemlich genau auf dem Kurs des Jahres 2010 liegt. Damals resultierten Ende Jahr ein Wanderungssaldo der ausländischen Wohnbevölkerung von knapp 69'000 Personen und nach Abzug der traditionellen Abwanderung der Schweizer ein Saldo von rund 65'000 Personen für die Gesamtbevölkerung. In Anbetracht dieser Zahlen und unter Berücksichtigung der von uns erwarteten Zunahme der Übertritte aus dem Asylbereich im 2. Halbjahr 2016 halten wir an unserer Prognose einer Nettozuwanderung von insgesamt 70'000 Personen fest.

[sara.carnazzi@credit-suisse.com](mailto:sara.carnazzi@credit-suisse.com)

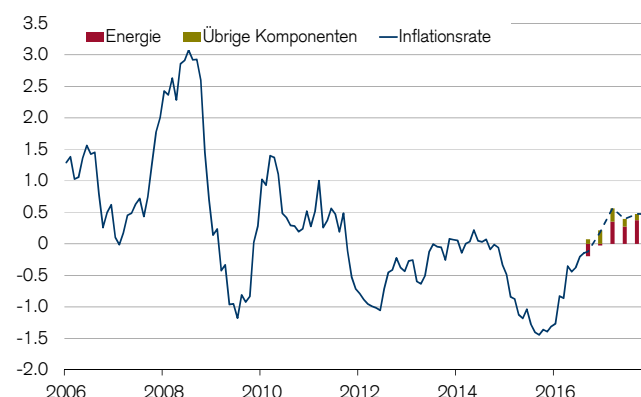
## Arbeitsmarkt

Die Lage am Arbeitsmarkt bleibt weiterhin angespannt. Um das Wachstum der Lohnkosten zu drosseln, nutzen die Unternehmen ein bereits in vergangenen Abschwüngen bewährtes Rezept: Sie setzen vermehrt auf Teilzeitstellen. Seit dem Frankenschock hat die Teilzeitarbeit stark zugenommen, während die Vollzeitbeschäftigung in ähnlichem Ausmass wie während der Finanzkrise abgenommen hat. Der Grossteil dieser Verschiebung fand im ohnehin teilzeitfreundlichen Dienstleistungssektor statt, doch auch in der Industrie ist die Zahl der Teilzeitstellen seit dem Frankenschock deutlich gestiegen. Dies deutet auf bewusste Strategien für Kosteneinsparungen hin.

[lukas.gehrig@credit-suisse.com](mailto:lukas.gehrig@credit-suisse.com)

## Wieder positive Inflationsraten im Jahr 2017

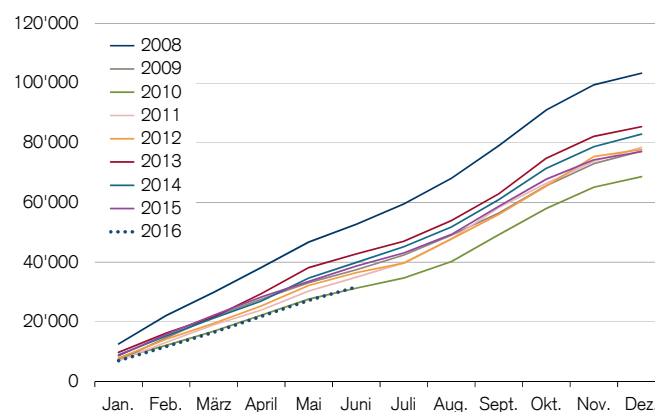
In % im Vorjahresvergleich



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Einwanderung auf Kurs des Jahres 2010

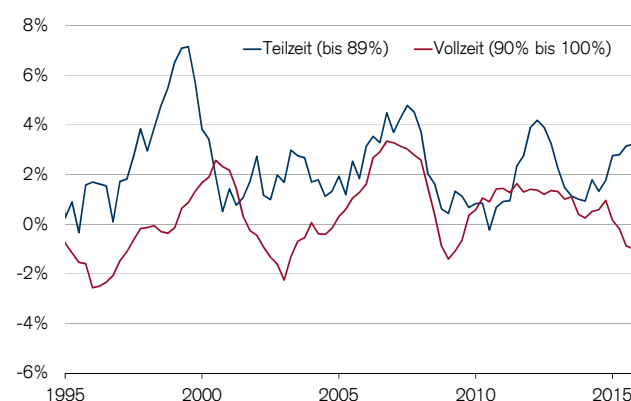
Wanderungssaldo der ausländischen Wohnbevölkerung, kumuliert, in Personen



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

## Teilzeit- statt Vollzeitstellen

Beschäftigungswachstum, in % im Vorjahresvergleich



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Branchen

## Divergierende Exportentwicklung

Die Schweizer Warenexporte steigen wieder. Das Wachstum war aber bisher praktisch einzig der chemisch-pharmazeutischen Industrie zu verdanken. Das aktuelle Exportmomentum in der Uhrenindustrie ist indes stark negativ.

### Chemie/Pharma als Zugpferd, Uhrenindustrie als Bremsklotz

Nachdem die Schweizer Exporte 2015 im Zuge des Frankenschocks nominal um 2.6% gesunken waren, haben sie im laufenden Jahr auf den Wachstumspfad zurückgefunden. Zwischen Januar und Juli 2016 verzeichneten sie ein Plus von 4.2% gegenüber dem Vorjahr. Von einem breit abgestützten Aufschwung kann jedoch nicht die Rede sein, denn die Branchenunterschiede sind nach wie vor gross (vgl. Abb.). Den bei Weitem grössten Wachstumsbeitrag lieferte die chemisch-pharmazeutische Industrie: Die wichtigste Exportbranche der Schweiz steigerte ihre Ausfuhren um hohe 12.9% gegenüber dem Vorjahr. Ohne sie wären die Schweizer Exporte im bisherigen Jahresverlauf weiterhin rückläufig gewesen. Die Maschinen- und Elektroindustrie erholte sich zwar etwas vom vorjährigen Einbruch, ihre Exporte waren 2016 bisher aber noch negativ (-1.2% ggü. Vorjahr). Am stärksten belastend wirkte sich indes die deutliche Beschleunigung des Exportrückgangs in der Uhrenindustrie aus (-11.1%).

### Exportmomentum als Mass für die kurzfristige Exportdynamik

Das Bild stark divergierender Dynamiken wird durch das sogenannte Exportmomentum bestätigt, das wir neu auch auf Branchenebene berechnen (vgl. Abb.). Dieser Indikator vergleicht den gewichteten Durchschnitt der (saisonbereinigten) Ausfuhren der letzten drei Monate mit demjenigen der letzten sechs Monate und ermöglicht somit eine Aussage über die kurzfristige Exportentwicklung. Ein Wert über 0 signalisiert einen Aufwärtstrend und umgekehrt. Von den grössten Exportbranchen erholte sich die chemisch-pharmazeutische Industrie am schnellsten vom Frankenschock. Ihr Exportmomentum notiert seit Herbst 2015 durchgehend im positiven Terrain. In der Maschinen- und Elektroindustrie erfolgte die Trendumkehr erst im Frühjahr 2016. Die Uhrenindustrie befindet sich derweil seit dem Frühling 2015 auf dem Abwärtspfad.

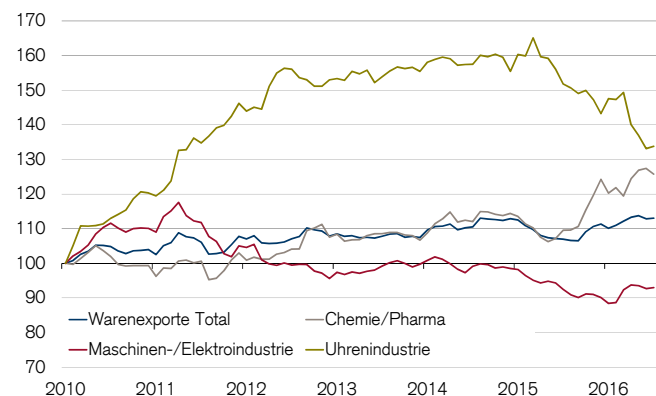
### Schweizer Exporte dürften weiter wachsen

Insgesamt rechnen wir mit einem weiteren Wachstum der Schweizer Exporte in den kommenden Monaten. Haupttreiber dürfte nach wie vor die chemisch-pharmazeutische Industrie sein, dank einer starken Nachfrage nach Pharmazeutika insbesondere aus den USA. Massgebend für den weiteren Geschäftsgang in der zyklischen Maschinen- und Elektroindustrie wird die Konjunktur in ihren Hauptabsatzmärkten sein. Vom globalen Umfeld gehen zurzeit moderat positive Impulse aus. Für die Uhrenbranche bleiben indes viele Unsicherheiten bestehen, unter anderem bezüglich der Konjunkturentwicklung in China und deren Einfluss auf das Reise- und Ausgabeverhalten der chinesischen Konsumenten.

[emilie.gachet@credit-suisse.com](mailto:emilie.gachet@credit-suisse.com)

### Pharma treibt Schweizer Exportwachstum 2016

Nominale Exporte, saisonbereinigt, 3-Monats-Durchschnitt, Index Jan. 2010 = 100



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

### Uhrenindustrie seit dem Frühling 2015 unter Druck

Nominale Exporte, saisonbereinigt, Exportmomentum\*

Exportmomentum*	10.2014	11.2014	12.2014	01.2015	02.2015	03.2015	04.2015	05.2015	06.2015	07.2015	08.2015	09.2015	10.2015	11.2015	12.2015	01.2016	02.2016	03.2016	04.2016	05.2016	06.2016	07.2016
Chemie/Pharma	0.3	0.4	0.2	-0.3	-1.1	-0.8	-2.0	-1.6	0.1	0.3	-0.8	1.1	3.2	2.2	3.6	0.7	1.1	1.2	2.0	2.2	1.1	0.3
Maschinen/Elektro	-0.1	-0.0	-0.5	-0.3	-1.1	-1.5	-0.8	-0.5	-1.3	-1.6	-1.4	-1.6	-0.3	-0.6	-1.6	-1.2	-0.2	1.5	0.9	0.0	0.7	0.6
Uhrenindustrie	0.4	0.2	-1.9	1.8	0.6	0.3	0.0	-0.4	-1.3	-0.1	-1.1	-1.6	-1.1	-1.4	-3.0	1.5	-0.2	-1.4	-2.4	-2.3	-3.1	-1.7
Präzisionsinstrumente	0.9	1.1	0.7	0.3	-0.9	-0.3	-0.1	-0.6	-1.3	-0.6	-1.1	-0.5	0.1	-0.0	-0.9	0.6	1.0	0.7	1.1	1.2	1.0	1.0
Metallindustrie	0.7	0.7	0.2	-0.4	-1.1	-1.3	-1.1	-0.7	-1.4	-1.4	-0.6	-1.0	-0.5	-0.5	-0.7	-0.2	0.4	0.7	0.7	0.7	0.2	0.8
Bijouterie	0.3	1.9	3.6	0.1	2.2	-0.9	0.7	1.3	-0.4	-0.1	0.9	3.2	-0.9	-0.2	-2.2	3.1	1.7	1.1	1.1	-0.2	0.3	5.4
Lebensmittelindustrie	0.4	-0.2	-0.4	-0.8	-1.2	-1.1	-1.2	-0.8	-1.0	-0.9	0.5	0.8	1.1	1.1	-1.2	0.3	0.5	1.7	0.2	1.8	0.6	0.6
Fahrzeugbau	6.6	4.7	4.2	2.5	-0.2	4.6	0.0	-0.7	-1.4	-7.5	-3.3	-3.0	1.5	1.3	-1.9	0.7	0.9	0.7	-0.5	-4.8	-6.9	-3.9
Kunststoffindustrie	-0.4	-0.0	0.1	-0.3	-1.6	-2.4	-2.0	-1.6	-1.8	-1.4	-1.2	-0.0	0.6	0.7	0.1	0.2	0.6	0.5	0.4	-0.1	-0.0	-0.1
Textil/Bekleidung	0.9	1.0	0.8	-1.0	-2.4	-1.9	-0.0	0.8	0.5	0.3	0.3	-0.3	0.4	1.2	0.7	0.7	0.2	0.4	0.8	1.2	0.4	-0.4
Papier/Druck	-0.2	-0.5	-0.6	-1.3	-0.9	-0.1	-1.3	-1.5	-1.0	-1.0	-1.3	-1.4	0.9	-0.9	-0.2	0.2	0.2	0.3	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2
Warenexporte Total	0.4	0.5	0.1	0.0	-0.7	-0.9	-1.1	-1.1	-0.7	-0.7	-0.8	-0.4	1.2	0.8	0.4	0.4	0.8	0.9	0.9	0.8	0.0	0.5

\*Positiv, wenn exponentiell gleitender 3M-Durchschnitt > exponentiell gleitender 6M-Durchschnitt

Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Branchen I Monitor

### Energieversorgung

Der Druck auf die Schweizer Elektrizitätsproduzenten lässt nicht nach. Nachdem die Grosshandelspreise für Strom bereits zu Jahresbeginn im Zuge rückläufiger Rohstoffpreise eingebrochen waren, gingen sie in den letzten drei Monaten weiter zurück (Mai bis Juli 2016: -9.0% ggü. Vorjahr) und erreichten damit neue Tiefststände. Die Preise, die im bisherigen Jahresverlauf 2016 am Grosshandelsmarkt erzielt werden konnten, liegen im Durchschnitt um etwa 40% unter den Gestehungskosten eines mittleren Schweizer Wasserkraftwerks. Die Märkte (gemessen an den Preisen am Terminmarkt) rechnen momentan nicht mit einer Erholung der europäischen Stromgrosshandelspreise in den nächsten drei Jahren.

[emilie.gachet@credit-suisse.com](mailto:emilie.gachet@credit-suisse.com)

### Detailhandel

Nachdem sich die Lage im Detailhandel im 1. Quartal 2016 leicht entspannt hatte, verlief das 2. Quartal ernüchternd: Die nominalen Umsätze lagen um 1.7% unter dem Vorjahresniveau. Ein Teil dieses Rückgangs war durch das kühle und nasse Wetter bedingt, das vor allem den Segmenten Bekleidung (-8.3%), Freizeit (-5.8%) und Do-it-yourself (-4.3%) zusetzte. Insgesamt lagen die Non-Food-Umsätze um 3.0% und die Food-/Near-Food-Umsätze um -0.5% unter dem Vorjahresniveau. Ein positives Signal ist, dass sich der Einkaufstourismus im 1. Halbjahr 2016 auf dem Niveau von 2015 stabilisierte. Für die kommenden Monate erwarten wir im Detailhandel eine leichte Entspannung.

[patricia.feubli@credit-suisse.com](mailto:patricia.feubli@credit-suisse.com)

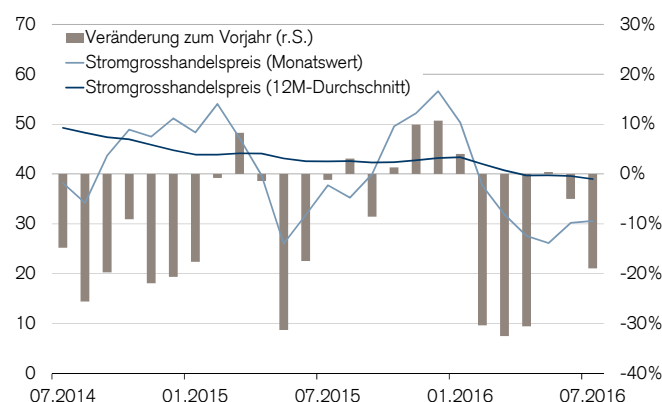
### Tourismus

Die Tourismusbranche kämpft seit über einem Jahr mit rückläufigen Logiernächten. Anhaltende Terrorängste hielten insbesondere Touristen aus Asien fern (April bis Juni 2016: -5.6% ggü. Vorjahr). Die Frankenstärke war weiterhin für rückläufige Hotelübernachtungen aus Europa verantwortlich (-1.0%), und aufgrund des durchgezogenen Wetters im Frühsommer lieferten auch einheimische Gäste keine Wachstumsimpulse (-1.7%). Erschwerend hinzu kamen tiefere Preise (Januar bis Juli 2016: -2.4% ggü. Vorjahr), welche die Umsätze der Hoteliers zusätzlich schmälerten. Wir erwarten, dass die Geschäftslage in der Hotellerie auch in den kommenden Monaten schwierig bleiben wird.

[sascha.jucker@credit-suisse.com](mailto:sascha.jucker@credit-suisse.com)

### Stromgrosshandelspreise sinken 2016 auf Allzeittief

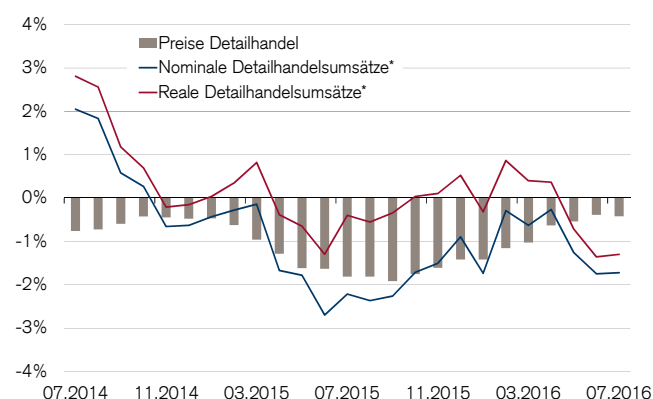
Durchschnittlicher Spotmarktpreis für Grundlaststrom (SwissIX) in CHF/MWh



Quelle: European Energy Exchange, Credit Suisse

### Minus im 2. Quartal 2016 teilweise wetterbedingt

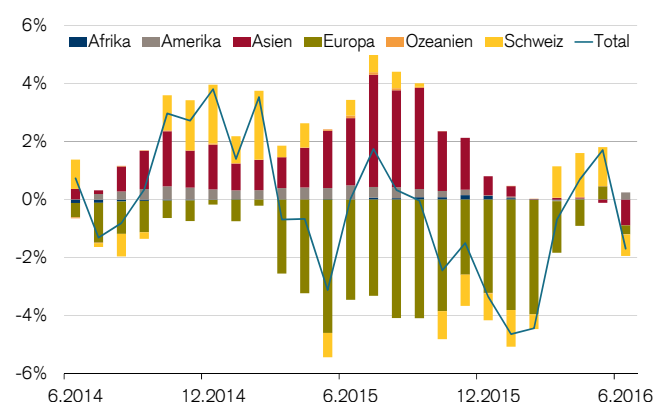
Gleitender 3-Monats-Durchschnitt, Veränderung ggü. dem Vorjahr in %



Quelle: GfK, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse; \*kalenderbereinigt

### Noch kein Licht am Ende des Tunnels

Logiernächte: 3-Monats-Durchschnitt der Wachstumsbeiträge nach Kontinent



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Debatte Migration und Erwerbsbevölkerung

# Demografische Arithmetik

**Die Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative wird die Zuwanderung in die Schweiz beeinflussen. Wie sich dies auf die Erwerbsbevölkerung auswirken wird, zeigen unsere Modellrechnungen.**

### Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative: Die Zeit drängt

Die Debatte zur Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative (MEI) ist in diesen Wochen in die heisse Phase getreten. Gemäss Verfassung muss die Initiative bis zum 9. Februar 2017 umgesetzt sein und in Anbetracht der fortgeschrittenen Zeit liegt noch erstaunlich wenig Konkretes auf dem Verhandlungstisch. Die jüngst von der Staatspolitischen Kommission des Nationalrates präsentierte Lösung zeigt immerhin eine klare Stossrichtung auf. Der Gesetzesentwurf zieht den Erhalt der bilateralen Verträge mit der Europäischen Union (EU) einer wörtlichen und engen Interpretation der Verfassung vor. Kern dieses Vorschlages ist eine Schutzklausel «light», die auf eine bessere Ausschöpfung des inländischen Arbeitskräftepotenzials und eine obligatorische Stellenmeldepflicht für Arbeitgeber bei Überschreitung gewisser Schwellenwerte aufbaut. Erzielen diese beiden Instrumente nicht die gewünschte Wirkung, kann der Bundesrat Abhilfemassnahmen treffen, die jedoch einvernehmlich mit der EU beschlossen werden müssen. Als Nächstes wird der Nationalrat in der bevorstehenden Herbstsession über die Vorlage diskutieren und zum Zeitpunkt der Drucklegung stand das nächste wichtige Treffen des Bundespräsidenten mit dem EU-Kommissionspräsident Juncker vom 19. September noch bevor.

### Zuwanderung in die Schweiz wird tangiert

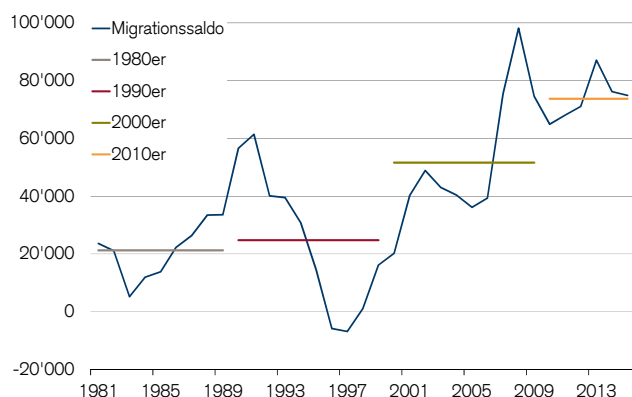
Ob nun am Ende jährliche Kontingente, Inländervorrang oder Schutzklausel im Fall schwerwiegender wirtschaftlicher oder sozialer Probleme beschlossen werden oder ob gar die Bilateralen Verträge wegfallen sollten, eins ist sicher: Die Umsetzung dieser Initiative wird die Zuwanderung in die Schweiz beeinflussen. Dies wiederum wird die Verfügbarkeit von Arbeitskräften sowie das Bevölkerungswachstum hierzulande mitbestimmen. Zurzeit trägt Migration mehr als 80% zum Bevölkerungswachstum bei und leistet einen entscheidenden Beitrag zum Arbeitskräftepotenzial, handelt es sich bei den Zuwanderungsströmen doch zur Hälfte um Arbeitsmigration. Die Unsicherheit über das zukünftige Ausmass der Zuwanderung ist sehr gross, nicht nur aufgrund der bevorstehenden Umsetzung der MEI. Um dennoch eine Vorstellung zu bekommen, wie sich eine Einschränkung der Zuwanderung auf die Erwerbsbevölkerung der Schweiz auswirken würde, haben wir Modellrechnungen in Abhängigkeit unterschiedlicher Migrationsannahmen durchgeführt.

### Fünf Szenarien zur Entwicklung der Erwerbsbevölkerung

Um den Migrationseffekt hervorzuheben, unterscheiden sich die einzelnen Szenarien ausschliesslich hinsichtlich der Zuwanderungskomponente (vgl. [Box auf der folgenden Seite](#)). Die alters- und geschlechtsspezifische Erwerbsbeteiligung wird über die gesamte Prognoseperiode

#### Nettozuwanderung in die Schweiz schwächt sich ab

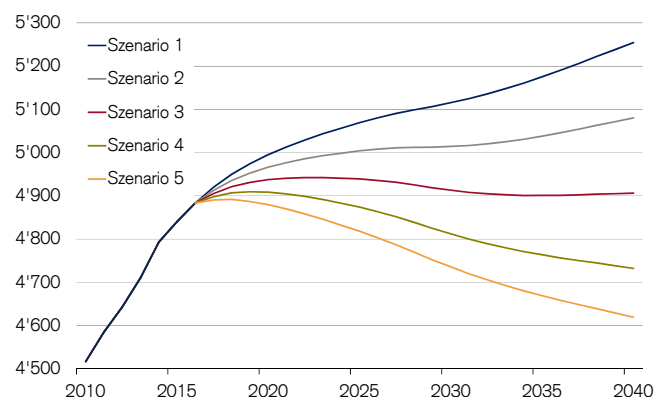
Migrationssaldo der ständigen Wohnbevölkerung mit Mehrjahresdurchschnitten



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

#### Fünf Szenarien zur Erwerbsbevölkerung

Erwerbsbevölkerung im Alter von 15–74 Jahren in 1000



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

### Szenarien zur Erwerbsbevölkerung in der Schweiz: Hypothesen

Die Erwerbsbevölkerung eines Landes ergibt sich aus der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15 bis 74 Jahre), die durch die demografische Entwicklung bestimmt wird, und deren Beteiligung am Arbeitsmarkt, die durch die Erwerbsquote gemessen wird. Aus der Multiplikation dieser beiden Grössen resultiert die Anzahl Erwerbspersonen bzw. die Erwerbsbevölkerung. In allen Szenarien wird ein gradueller Rückgang der Nettozuwanderung (in Anzahl Personen) angenommen, wobei folgende jährliche Eckwerte gelten:

Szenario	Durchschnitt 2017–2020	2030	2040
Szenario 1	60'000	50'000	50'000
Szenario 2	50'000	40'000	40'000
Szenario 3	40'000	30'000	30'000
Szenario 4	30'000	20'000	20'000
Szenario 5	20'000	15'000	15'000

Für alle Szenarien wird weiter unterstellt, dass die alters- und geschlechtsspezifische Erwerbsbeteiligung auf dem Niveau des Jahres 2015 konstant bleibt.

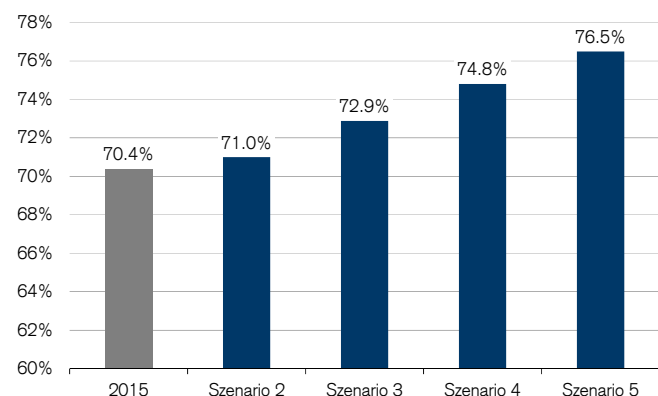
auf dem heutigen Niveau konstant gehalten. Szenario 1 und Szenario 2 gehen von einer wenig restriktiven Umsetzung der MEI aus. Die Nettozuwanderung bildet sich in diesen Szenarien nur graduell zurück und erreicht in den Jahren 2017 bis 2020 im Durchschnitt 60'000 bzw. 50'000 Personen pro Jahr. Diese Entwicklung deckt sich mit der seit zwei Jahren beobachtbaren Abschwächung der Zuwanderung in die Schweiz, die einerseits auf das verlangsamte Beschäftigungswachstum hierzulande, andererseits mit der verbesserten Arbeitsmarktsituation in den Herkunftsländern, allen voran Deutschland, erklärt werden kann (vgl. Abb.). Im Szenario 3 geht die Nettozuwanderung in die Schweiz zwischen 2017 und 2020 im Durchschnitt auf 40'000 Personen zurück und pendelt sich bis 2030 auf einen Wert von 30'000 Personen pro Jahr ein. Von einer starken Einschränkung der Zuwanderung kann erst bei den Szenarien 4 und 5 die Rede sein, bei welchen der Migrationssaldo im Durchschnitt der Jahre 2017–2020 auf 30'000 bzw. 20'000 Personen pro Jahr fällt, um sich anschliessend bei 20'000 bzw. 15'000 Personen zu stabilisieren. Damit würde die Nettozuwanderung in die Schweiz auf Niveaus fallen, die zuletzt während der Achtziger- und der Neunzigerjahre beobachtet wurden.

### Wachstum der Erwerbsbevölkerung schwächt sich in allen Szenarien ab

Das Wachstum der Erwerbsbevölkerung wird sich in den kommenden Jahren in allen Szenarien verlangsamen und bereits unter der Annahme einer nicht allzu starken Einschränkung der Migration (Szenario 3) im Jahr 2020 zum Stillstand kommen. Selbst wenn man unterstellt, dass sich der Migrationssaldo ab 2030 auf 40'000 Personen pro Jahr stabilisiert (Szenario 2), was dem

### Frauenerwerbsbeteiligung fast auf Männerniveau

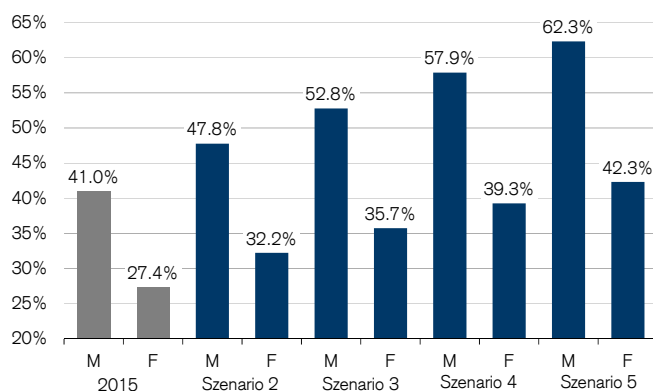
Wie stark müsste die Erwerbsquote der Frauen (15–74 Jahre) steigen, um die Erwerbsbevölkerung bis 2025 auf dem Niveau gemäss Szenario 1 zu halten?



Quelle: Credit Suisse

### Mehr als die Hälfte der Rentner müsste arbeiten

Wie stark müsste die Erwerbsquote der Älteren (60–74 Jahre) steigen, um die Erwerbsbevölkerung bis 2025 auf dem Niveau gemäss Szenario 1 zu halten?



Quelle: Credit Suisse



langjährigen Durchschnitt der letzten 35 Jahre entspricht, wird die Erwerbsbevölkerung spätestens ab diesem Zeitpunkt nicht mehr wachsen. Würde die Nettozuwanderung in den kommenden Jahren im Durchschnitt nur noch 20'000 Personen pro Jahr betragen (Szenario 5), würde sie bereits ab 2019 zu sinken beginnen. Einzig unter der Annahme eines langfristigen Migrationssaldos von 50'000 Personen pro Jahr wird die Erwerbsbevölkerung bis 2040 ein positives Wachstum aufweisen. Die demografische Alterung fordert aber auch in diesem Szenario ihren Tribut, verlangsamt sich das Wachstum der Erwerbsbevölkerung doch von heute 1% auf 0.3% im Jahr 2040. Der verjüngende Effekt der Zuwanderung kann mit anderen Worten die Auswirkungen der demografischen Alterung auf das Arbeitskräftepotenzial etwas mildern, jedoch nicht wettmachen.

### Abhilfe durch eine Steigerung der Erwerbsbeteiligung, ...

Ein naheliegendes Rezept, um eine Wachstumsverlangsamung oder sogar einen Rückgang der Erwerbsbevölkerung abzuwenden, ist die Steigerung der Erwerbsbeteiligung. In den Diskussionen über die Umsetzung der MEI war oft die Rede von verstärkter Mobilisierung des inländischen Arbeitskräftepotenzials. Im Vordergrund stehen dabei die Erwerbsbeteiligung der Frauen sowie die Verlängerung des Erwerbslebens über das heute geltende Ruhestandsalter hinaus. Diesen beiden Lösungen stehen einige Hindernisse im Weg. So lässt sich die Erwerbsbeteiligung der Frauen ohne flexible Arbeitszeitmodelle, erschwingliche Kinderbetreuungsangebote und eine Milderung der negativen steuerlichen Anreize für Zweitverdiener nur schwer nachhaltig steigern. Ältere Arbeitnehmer werden nicht selten durch die nach wie vor jugendzentrierte Personalpolitik der Unternehmen diskriminiert, und das heutige Rentensystem berücksichtigt die längere Lebenserwartung, insbesondere auch diejenige bei guter Gesundheit, immer noch zu wenig.

#### Alterung führt zu einem Rückgang der durchschnittlichen Erwerbsquote

Weil die Erwerbsquote einzelner Personen über ihren Lebenszyklus variiert, reflektiert die durchschnittliche Erwerbsquote einer Bevölkerung tendenziell auch demografische Veränderungen. Typischerweise erreicht die Erwerbsquote ihren höchsten Wert in der Gruppe der zwischen 25- und 54-Jährigen und ist für jüngere und ältere Bevölkerungsgruppen niedriger. Wenn eine Generation in die nächste Altersgruppe mit einer anderen Erwerbsbeteiligung übertritt, hat dies eine demografisch bedingte Änderung der durchschnittlichen Erwerbsquote zur Folge. In dieser Hinsicht wird die Bewegung der Babyboomer-Generation entlang der Altersstruktur in den kommenden Jahren zu einem Rückgang der durchschnittlichen Erwerbsquote führen, sofern die altersspezifischen Erwerbsquoten unverändert bleiben.

### ... aber wie stark müssten die Erwerbsquoten zunehmen?

Unabhängig von der Machbarkeit einer solchen Steigerung der Erwerbsbeteiligung ist es von Interesse zu wissen, um wie viel die Erwerbsquoten einzelner Bevölkerungsgruppen eigentlich zunehmen müssten, um die Erwerbsbevölkerung auf einem Wachstumspfad zu behalten. Zu diesem Zweck haben wir simuliert, wie hoch die Erwerbsquote der Frauen und der älteren Arbeitnehmer im Alter zwischen 60 und 74 Jahren sein müsste, um bis ins Jahr 2025 die Erwerbsbevölkerung auf dem Niveau von Szenario 1, demjenigen mit der stärksten Wachstumsdynamik, zu halten. Als Vergleichswert dienen dabei die Erwerbsquoten im Jahr 2015.

Gemäss unseren Simulationen müsste die Erwerbsbeteiligung der Frauen je nach Szenario 0.6 bis 6.1 Prozentpunkte zunehmen und würde sich im Szenario 5 beinahe auf Männerniveau befinden (vgl. Abb.). Bezieht man diese Steigerung auf die heutige Frauenbevölkerung im erwerbsfähigen Alter, würde es zwischen rund 20'000 und 195'000 Frauen mehr auf dem Arbeitsmarkt bedeuten. Wenn der Ausgleich ganz auf den Schultern der älteren Arbeitnehmer im Alter zwischen 60 und 74 Jahren lasten würde, müsste die Erwerbsquote bei den Frauen 4.9 bis 14.9 Prozentpunkte zunehmen, bei den Männern 6.7 bis 21.3 Prozentpunkte (vgl. Abb.). Im Jahr 2025 müssten demnach mehr als die Hälfte der 60- bis 74-jährigen Männer und ein gutes Drittel der gleichaltrigen Frauen noch am Arbeitsmarkt aktiv sein.

### Mehr arbeiten oder produktiver werden

Es ist zum heutigen Zeitpunkt schwierig zu sagen, in welcher Form die Masseneinwanderungsinitiative umgesetzt werden und welche Auswirkungen dies auf die Zuwanderungsströme in die Schweiz haben wird. Auswege aus einer Abschwächung des Arbeitskräftepotenzials hierzulande gibt es aber so oder so wenige. Wir haben mit der vorliegenden Analyse gezeigt, was hinsichtlich Erwerbsbeteiligung notwendig wäre. Eine andere (zusätzliche) Option wäre, auf Produktivitätssteigerungen zu setzen. In beiden Fällen darf mit entsprechenden Massnahmen nicht mehr lange zugewartet werden.

[sara.carnazzi@credit-suisse.com](mailto:sara.carnazzi@credit-suisse.com)



## Geldpolitik

# SNB-Bilanz und Regulierung

**Die neuen Regulierungsvorschriften für Banken werden die SNB und andere Notenbanken unseres Erachtens indirekt dazu zwingen, viel umfangreichere Bilanzen zu halten als vor der globalen Finanzkrise.**

**Regulatorische Erfordernisse könnten bilanzseitige Flexibilität der Zentralbanken künftig vermehrt einschränken**

Basel III verpflichtet die Banken dazu, liquide Vermögenswerte zu halten, um die Illiquiditätsrisiken im Falle substanzieller Kapitalabhebungen von ausgewählten Einlagekonten durch Kunden zu minimieren. Zur Erfüllung der Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR) haben die Aufsichtsbehörden zwei Typen von sogenannten erstklassigen liquiden Aktiva (High-Quality Liquidity Asset, HQLA) zugelassen: Bankeinlagen bei Zentralbanken (Reserven) und Verbindlichkeiten qualitativ hochstehender Emittenten wie Zentralbanken, Staaten oder supranationaler Organisationen.

**SNB als wichtigster Anbieter von liquiden Mitteln in der Schweiz**

In der Schweiz wird die LCR seit dem 1. Januar 2015 schrittweise eingeführt, was im Schweizer Banksystem gemäss sehr groben Schätzungen einen Bedarf an liquiden Mitteln im Umfang von bis zu CHF 250 Mrd. nach sich ziehen wird. Zurzeit erfüllen die meisten Banken die LCR-Anforderungen, indem sie Reserven bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB) halten. Unabhängig von den neuen Regulierungsvorschriften hat die Grösse der SNB-Bilanz und damit der bei der SNB gehaltenen Bankreserven in den letzten Jahren wegen der Fremdwährungskäufe der Notenbank bereits deutlich zugenommen. Daher droht gegenwärtig mit Blick auf HQLA in CHF kein Angebotsengpass. Unter Ausklammerung dieser Reserven bei der SNB ist der Markt für HQLA in CHF unseres Erachtens relativ zum geschätzten Bedarf allerdings zu klein, sodass es zu Turbulenzen kommen könnte. Der aktuelle Marktwert an CHF-Verbindlichkeiten, die als HQLA anerkannt werden könnten, beläuft sich derzeit auf rund CHF 360 Mrd. Bei rund der Hälfte davon handelt es sich jedoch um Typen von HQLA, die nur bis zu einer gewissen Grenze angerechnet werden dürfen und auf die ein «Haircut» angewendet wird, d.h. sie können nur unter ihrem Marktpreis verbucht werden. Darüber hinaus halten institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen üblicherweise ebenfalls derartige Anlagen in grossem Umfang (wenn auch nicht aus regulatorischen Gründen), was das Angebot weiter beschränkt.

**SNB könnte jederzeit Bilanzsumme von mindestens CHF 400 Mrd. benötigen**

In der (noch fernen) Zukunft könnte die Normalisierung der Geldpolitik mittels Bilanzverkürzung mit der Nachfrage nach Reserven bei der SNB seitens der Banken konfliktieren, sodass das Angebot an Reserven ein neuer beschränkender Faktor für die SNB-Bilanzsumme werden könnte. Um ein ausreichendes Angebot zu gewährleisten, dürfte die SNB-Bilanz substanziell höher bleiben müssen als vor der Finanzkrise, und zwar unabhängig von der geldpolitischen Entwicklung. Um Turbulenzen am Markt für HQLA in CHF zu vermeiden, wenn die Nachfrage das Angebot übersteigt, muss die SNB unserer Meinung nach in der Lage sein, als Anbieter der erforderlichen liquiden Mittel für das Schweizer Banksystem aufzutreten. Dabei läge es im Ermessen der Banken, welche Vermögenswerte sie zur Erfüllung ihrer LCR-Anforderungen einsetzen. Unter Berücksichtigung der weiteren SNB-Bilanzkomponenten wie Banknoten (zurzeit rund CHF 70 Mrd.) und Eigenkapital (CHF 80 Mrd.) bedeutet dies, dass die Bilanzsumme der SNB nicht unter CHF 400 Mrd. oder 60% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) der Schweiz sinken sollte. Dies impliziert, dass die SNB-Bilanz auf dem Vierfachen des Vorkrisenniveaus gehalten werden müsste.

**Fremdwährungsreserven dürften selbst auf lange Sicht substanziell bleiben**

Dies bedeutet erstens, dass die SNB unabhängig von ihrer geldpolitischen Ausrichtung an einer hohen Bilanzsumme wird festhalten müssen. Sie könnte ihre Geldpolitik allerdings bei Bedarf nach wie vor straffen, indem sie z.B. SNB-Bills begibt, um die Geldmenge zu reduzieren. SNB-Bills wären ebenfalls als liquide Mittel anrechenbar. Zweitens relativiert dies den aktuellen Umfang der SNB-Bilanz (rund CHF 690 Mrd. oder 108% des BIP). Diese Bilanzsumme ist zwar sehr hoch, sie sollte aber mit der «neuen Normalität» von CHF 400 Mrd. verglichen werden, nicht mit dem Vorkrisenwert. Drittens dürfte der Umfang der Fremdwährungsreserven, die auf der Aktivseite der SNB-Bilanz verbucht werden, selbst auf lange Sicht substanziell bleiben. Viertens und letztens wird der Gewinn der SNB volatil und von den Wechselkursen abhängig bleiben, was eine unsichere Gewinnausschüttung an die Kantone und den Bund impliziert.

[maxime.botteron@credit-suisse.com](mailto:maxime.botteron@credit-suisse.com)

## Geld, Kredit und Märkte | Monitor

### SNB-Eigenkapital

Im Januar 2015 wies die SNB einen Verlust von mehr als CHF 50 Mrd. aus, der 60% ihres Eigenkapitals zunichtemachte. Indessen vermochte sie ihre Reserven dank seit Mitte 2015 erzielten Gewinnen mittlerweile wieder aufzustocken. Gemäss unseren Schätzungen benötigt die SNB mindestens CHF 63 Mrd. an Eigenkapital, um CHF 1 Mrd. an die Kantone und den Bund ausschütten zu können (bei gleichbleibenden Bedingungen für Ausschüttungen). Angesichts des aktuellen Stands von CHF 80 Mrd. stehen die Chancen für eine Gewinnausschüttung derzeit gut. Allerdings bleibt der Gewinn der SNB von der Volatilität an den Finanzmärkten abhängig und ist deshalb schwierig, korrekt vorauszusagen.

[maxime.botteron@credit-suisse.com](mailto:maxime.botteron@credit-suisse.com)

### Bargeldumlauf

Banknoten und Münzen können nicht mit Negativzinsen belastet werden (zumindest nicht auf einfache Art und Weise). Ein mit der Negativzinspolitik der SNB einhergehendes Risiko besteht daher darin, dass die Nachfrage nach Banknoten zunimmt, weil sich mit ihnen Negativzinsen vermeiden lassen. In der Schweiz lässt sich ein solcher Nachfrageanstieg klar beobachten, wenn er auch in die Zeit vor Einführung der Negativzinsen durch die SNB zurückreicht. Indessen hat die Nachfrage nach physischem Geld seit der Einführung negativer Zinsen weiter zugenommen. Allerdings ist nicht sicher, ob dieser Trend tatsächlich durch die negativen Sätze bedingt ist. In Dänemark und Schweden, wo die Zentralbanken ebenfalls Negativzinsen dekretiert haben, ist kein derartiger Anstieg des Bargeldumlaufs zu beobachten.

[maxime.botteron@credit-suisse.com](mailto:maxime.botteron@credit-suisse.com)

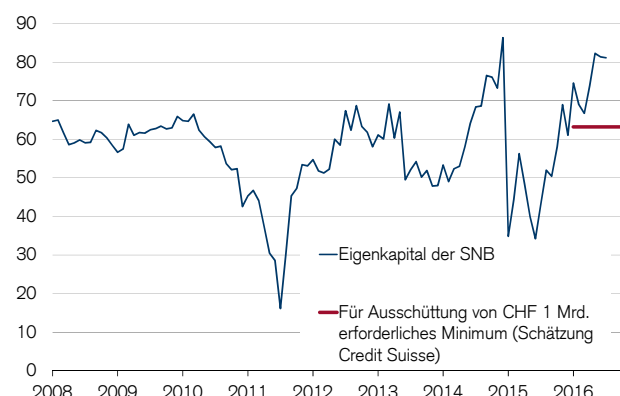
### Zahlungen mit Karten

Die vorstehend erläuterten unterschiedlichen Trends des Bargeldumlaufs bei Negativzinsen lassen sich vermutlich u.a. mit den Zahlungsgewohnheiten erklären. In der Schweiz werden Kredit- und Debitkarten weniger oft verwendet als in der Eurozone und deutlich weniger oft als in Schweden und Dänemark. Es überrascht daher nicht, dass der Bargeldumlauf in der Schweiz höher ist. Die Vorliebe für Papiergeld in der Schweiz findet auch in der Zahl der Geldautomaten ihren Ausdruck: Während in Schweden und Dänemark auf 1 Mio. Einwohner nur 333 bzw. 448 Geldautomaten entfallen, betreiben Schweizer Zahlungsdienstleistungsanbieter 827 Bankomaten pro 1 Mio. Einwohner.

[maxime.botteron@credit-suisse.com](mailto:maxime.botteron@credit-suisse.com)

### SNB-Verlust vom Januar 2015 fast wettgemacht

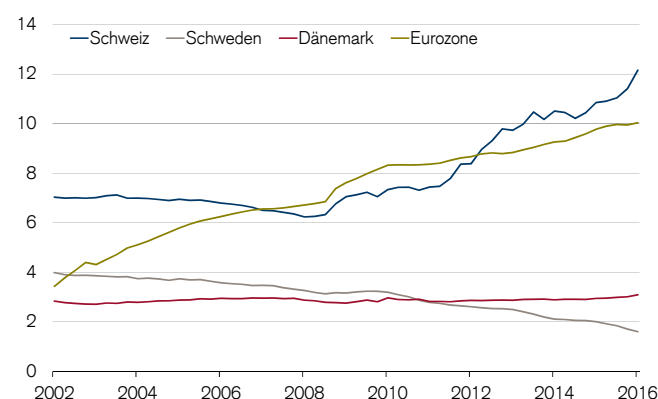
In Mrd. CHF



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

### Banknoten in der Schweiz höchst beliebt, ...

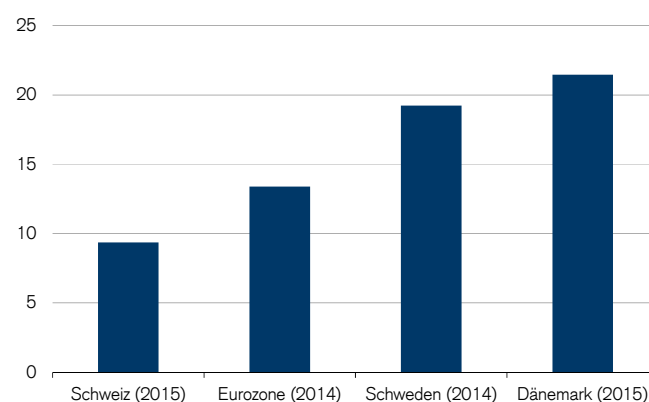
Bargeldumlauf, in % des BIP, saisonbereinigt



Quelle: Datastream, Credit Suisse

### ... Plastikgeld aber eher weniger

Zahlungen mit Karten, in % des BIP



Quelle: Zentralbanken, Datastream, Credit Suisse

## Obligationen

Aufgrund der weiterhin lockeren Geldpolitik der Zentralbanken rechnen wir mit einem anhaltenden Tiefzinsumfeld für Staatsanleihen. Unternehmensanleihen erfahren dabei ebenfalls kräftige Unterstützung, in EUR und GBP sogar in direkter Form durch die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England (BoE). Diese Zusatznachfrage dürfte noch eine Weile bestehen bleiben. Wertpotenzial sehen wir in Finanzanleihen und in auf Euro lautenden nachrangigen Anleihen, insbesondere aber auch in Schwellenmarktanleihen, zumal wir Schwellenländerwährungen nun positiver einschätzen.

[karsten.linowsky@credit-suisse.com](mailto:karsten.linowsky@credit-suisse.com)

## Währungen

EUR/CHF handelte im vergangenen Monat in einer engen Handelsspanne zwischen 1.08 und 1.10. Die Nachfrage nach sicheren Anlagen ist im Nachgang der Brexit-Abstimmung in Grossbritannien deutlich gesunken. Zudem bereitet die Fed die Märkte auf eine Zinserhöhung in diesem Jahr vor. All dies verringert den Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken. Sollte die Volatilität in den nächsten Wochen tief bleiben, dürfte EUR/CHF auch weiterhin um die Niveaus von rund 1.09 handeln, und dies ohne Interventionen der SNB.

[marcus.hettinger@credit-suisse.com](mailto:marcus.hettinger@credit-suisse.com)

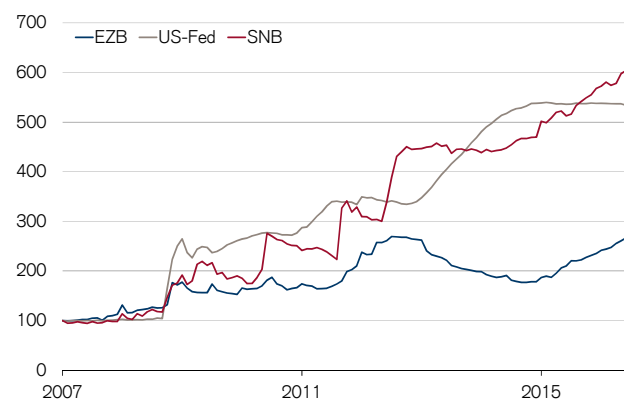
## Aktien

Bei einer Korrektur an den Aktienmärkten dürfte sich der Schweizer Markt aufgrund seiner defensiven Eigenschaften als relativ stabil erweisen. Während globale Aktien im Vergleich zu den letzten zehn Jahren teuer erscheinen, sind verschiedene Bewertungskennzahlen für die Schweiz weiterhin relativ tief. Zudem bleiben die relativ lockere Geldpolitik der SNB, eine Fortsetzung der durch die Binnennachfrage getragenen Erholung in der Eurozone und die überdurchschnittliche Dividendenrendite im Schweizer Markt unserer Meinung nach positive Treiber.

[jin.wiederkehr@credit-suisse.com](mailto:jin.wiederkehr@credit-suisse.com)

## Europäische Zentralbank weitet ihre Bilanz weiter aus

EZB-Bilanz, Aktiven, in Trillionen Euro



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Schweizer Franken stabil im Juli

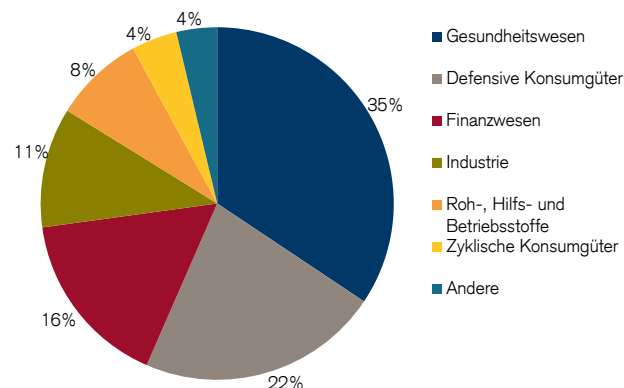
Wechselkurs EUR/CHF



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

## Übergewicht an defensiven Sektoren

Sektorkomposition SPI, 6.9.2016



Quelle: FactSet, Credit Suisse

## Regionen

# Standortqualität: Basel-Stadt wird Kanton Zürich überholen

Mit der Unternehmenssteuerreform III steht ein Umbau des Schweizer Steuersystems an. Die Attraktivität der einzelnen Kantone wird künftig vermehrt durch ihre ordentlichen Gewinnsteuersätze bestimmt werden. Basel-Stadt, Waadt und Genf rollen das Feld bezüglich ihrer Attraktivität von hinten auf.

## Unternehmenssteuerreform III (USR III): Der grosse Umbau

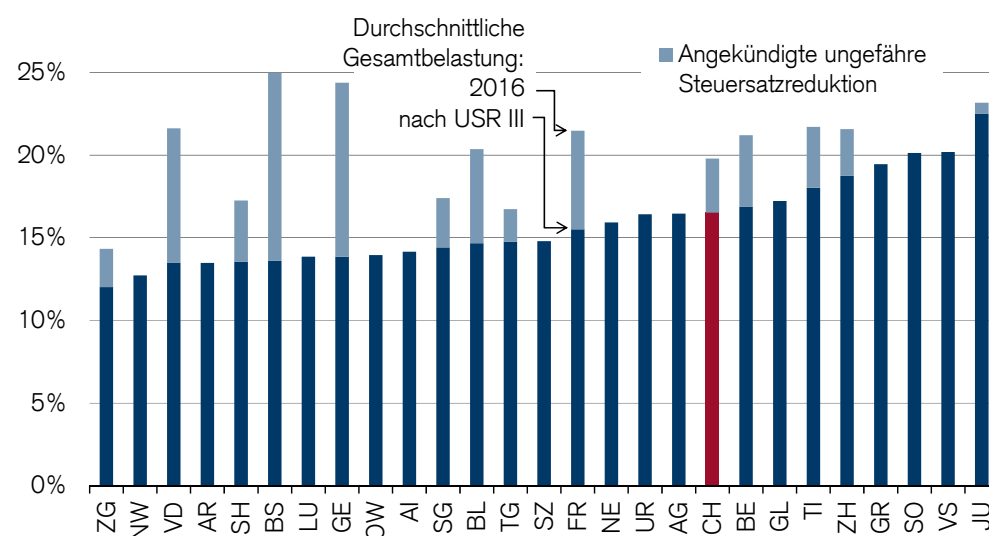
Das Parlament hat die Vorlage zur dritten Reform der Unternehmensbesteuerung (USR III) im Juni 2016 angenommen. Die Reform soll die Unternehmensbesteuerung mit den internationalen Standards in Einklang bringen. Heute profitieren Holding- und Verwaltungsgesellschaften (Stattusgesellschaften), deren Umsatz und Kosten zum Grossteil im Ausland anfallen, von erheblichen Steuererleichterungen oder gar Steuerbefreiungen. Diese ungleiche Besteuerung von im In- und Ausland erzielten Erträgen ist in Zukunft nicht mehr zulässig. Stattdessen sollen auf Kantonsebene neue Privilegien (insbesondere Patentbox und Förderung von Forschung und Entwicklung) eingeführt werden, die auch im Ausland anerkannt sind. Viele Unternehmen werden jedoch voraussichtlich nicht von diesen neuen Steuerinstrumenten profitieren können. Die Kantone müssen ihre steuerliche Attraktivität deshalb vermehrt über die ordentlichen Gewinnsteuersätze wahren.

## USR III bringt Bewegung ins Kantonsranking

Inzwischen hat die Mehrheit der Kantone kommuniziert, in welcher Grössenordnung die ordentlichen Gewinnsteuersätze in Zukunft liegen dürften. Basierend auf den bis Anfang September 2016 angekündigten Anpassungen bei der Gewinn- und Kapitalsteuer haben wir die Steuerbelastung juristischer Personen neu berechnet (vgl. Abb.). Verschiedene Kantone prüfen eine Anpassung ihrer Steuersätze, haben aber noch keine konkreten Aussagen gemacht. Zudem müssen Steuersenkungen in den meisten Kantonen von den Bürgern genehmigt werden. Die Positionen der Kantone dürften sich deshalb noch verschieben.

### USR III: Zug drängt an die Spitze, Genf und Waadt rücken weit vor

Gesamtbelastung\* durch Gewinn- und Kapitalsteuern, in % des Reingewinns, 2016 sowie unter Berücksichtigung der von den Kantonsregierungen bereits kommunizierten Anpassungen bei der Unternehmensbesteuerung



Quelle: TaxWare, Kantone, Credit Suisse

\* Durchschnittliche Belastung vor Steuern für eine Kapitalgesellschaft mit einem Kapital von CHF 2 Mio. und einem Reingewinn zwischen CHF 80'000 und CHF 1'040'000

### Basel-Stadt, Waadt und Genf rücken in der Rangliste weit vor, Zug neu auch bei Unternehmenssteuern top

Zug strebt eine Reduktion des Gewinnsteuersatzes auf 12% an und würde damit neu auch bei den juristischen Personen den Spitzenrang belegen, gefolgt vom heute topplatzierten Nidwalden. In der Westschweiz und in Basel-Stadt – Standort zahlreicher privilegiert besteuelter Konzerne – sollen die Unternehmenssteuern besonders stark fallen. Die von den Waadtländer Stimmbürgern beschlossene Reduktion des ordentlichen Gewinnsteuersatzes auf 13.79% katapultiert den Kanton auf Rang 3. In Genf soll der Satz auf 13.49% fallen, was im Ranking der steuerlichen Gesamtbelastung (inkl. Kapitalsteuern) Rang 8 entspricht. Basel-Stadt beabsichtigt eine Reduktion des Gewinnsteuersatzes auf 13%. Zudem soll der heute mit 5.25% relativ hohe Kapitalsteuersatz auf 1% gesenkt werden. Insgesamt resultiert für das heutige Schlusslicht eine Verbesserung um 20 Ränge auf Rang 6.

### Steuerbelastung für Berner und Zürcher Unternehmen bliebe überdurchschnittlich

Zürich und Bern gehören zu jenen Kantonen, bei denen ein grösserer Anteil der Steuereinnahmen auf ordentlich besteuerte Firmen entfällt. Eine Reduktion der ordentlichen Steuersätze auf das Niveau der günstigsten Kantone würde folglich deutlich grössere Mindereinnahmen vonseiten der ordentlichen Steuerzahler verursachen. Der Kanton Zürich beabsichtigt denn auch lediglich eine Senkung des kantonalen Gewinnsteuersatzes von 8% auf 6%. Mit einer maximalen Gewinnsteuerbelastung von ungefähr 18.2% gehört er damit auch in Zukunft zu den steuerlich weniger attraktiven Kantonen. Der Kanton Bern rechnet derweil in Szenarien mit Gewinnsteuerbelastungen von 16.37% respektive 17.96%.

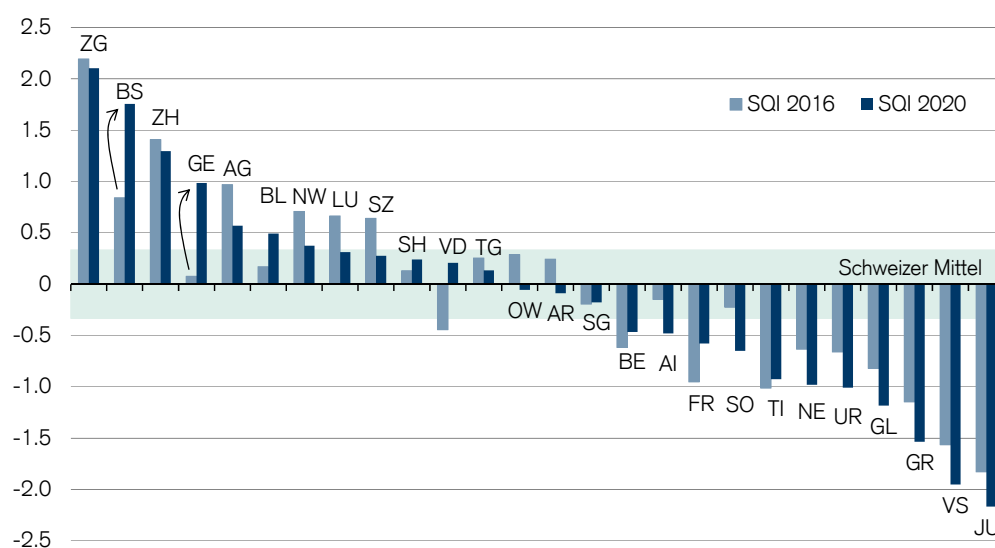
### Ausblick Standortqualität 2020

Senkungen der ordentlichen Gewinnsteuersätze erhöhen die Standortqualität. Zudem wird mit der vollständigen Eröffnung der Neuen Eisenbahn-Alpentransversale (NEAT) ab 2020 die Erreichbarkeit der Zentral- und Südschweiz verbessert. Unter Berücksichtigung dieser markanten Veränderungen wagen wir den Ausblick auf die Standortqualität im Jahr 2020 (vgl. Regionalstudie «Standortqualität 2016», Credit Suisse, September 2016). Die grössten Ranggewinne verzeichnen die Kantone Genf (+9 Ränge), Waadt (+6) und Basel-Landschaft (+5). Diese Kantone können den heutigen Nachteil der hohen Unternehmenssteuern wettmachen und springen daher in der Standortqualität nach vorne. Während der Kanton Zürich seit Beginn unserer Messung der Standortqualität den 2. Rang innehatte, wird er nun von Basel-Stadt überholt und auf den 3. Rang verdrängt.

jan.schuepbach@credit-suisse.com

### Standortqualität der Schweizer Kantone 2016 und 2020 im Vergleich

Standortqualitätsindikator (SQI), synthetischer Index, CH = 0, 2016 und nach Neuberechnung der Teilindikatoren der Erreichbarkeit sowie der Steuerbelastung der juristischen Personen



Quelle: Credit Suisse

## Regionen | Monitor

### Bruttoinlandprodukt nach Wirtschaftsregionen

Das Bruttoinlandprodukt (BIP) pro Beschäftigten erlaubt eine Aussage über die Produktivität der in einem Wirtschaftsraum beschäftigten Personen, also über die Wertschöpfungsintensität der ansässigen Unternehmen. Es bestehen grosse Produktivitätsunterschiede zwischen den Wirtschaftsregionen: Die Zuger Region Lorzenebene/Ennetsee, Basel-Stadt und das Fricktal, die Stadt Zürich und angrenzende Regionen sowie Schaffhausen erreichen die höchsten Werte. Die Beschäftigten in diesen Regionen erarbeiten eine beinahe doppelt so hohe Wertschöpfung wie diejenigen in den am wenigsten produktiven Regionen Entlebuch und Schanfigg.

jan.schuepbach@credit-suisse.com

### Pendlerabzüge

In einigen Kantonen wird es teurer für Pendler. Bei der Annahme der Vorlage zur Finanzierung der Bahninfrastruktur (FABI) stimmte das Stimmvolk einer Begrenzung des Pendlerabzugs bei der direkten Bundessteuer auf CHF 3'000 zu. Nun können die Kantone ihrerseits entscheiden, ebenfalls eine solche Obergrenze einzuführen. Rund die Hälfte der Kantone hat davon bereits Gebrauch gemacht. Die Begrenzung des Steuerabzugs ist dort meist Teil eines grösseren kantonalen Sparpakets. Andere, vor allem ländliche Kantone haben jedoch eine Begrenzung bewusst abgelehnt.

florence.hartmann@credit-suisse.com

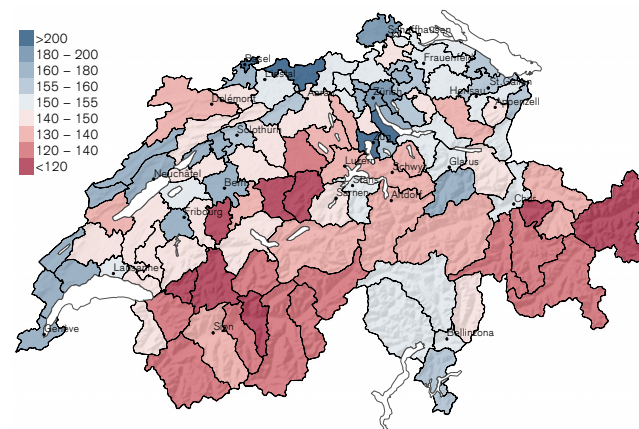
### Stautunden auf den Nationalstrassen

Ein Wermutstropfen in Bezug auf die Erreichbarkeit ist die Überlastung des Strassennetzes. Das starke Bevölkerungswachstum der letzten Jahre und steigende Mobilitätsbedürfnisse pro Einwohner haben die Stautundenzahl seit 2008 in die Höhe schnellen lassen. Die A1 zählt die grössten Überlastungen. Neben technischen Massnahmen und punktuell Kapazitätsausbau sollte die Politik ökonomische Verkehrssteuerungsmassnahmen – Stichwort Mobility-Pricing – prüfen. Damit könnte bei bestehender Infrastruktur eine effizientere Auslastung erreicht werden.

thomas.ruehl@credit-suisse.com

### Zug, Zimmerberg und Basel-Stadt an der Spitze

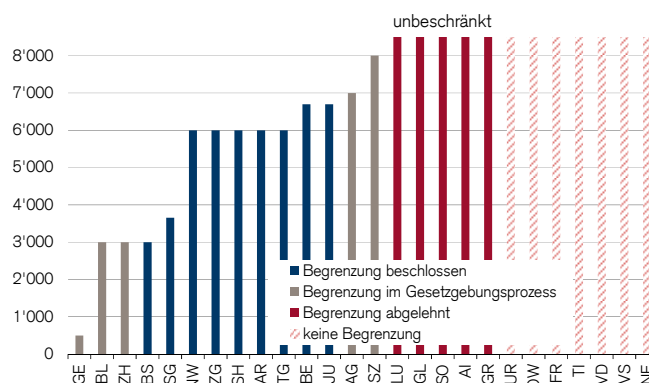
Bruttoinlandprodukt pro Beschäftigten, in 1'000 CHF, 2013



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

### Starke kantonale Unterschiede prägen Pendlerabzüge

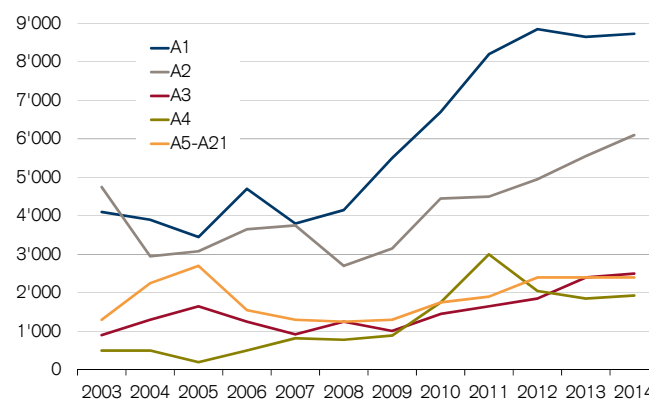
Pendlerabzüge in CHF, August 2016



Quelle: Kantone, Credit Suisse

### Überlastete Strassen reduzieren die Standortqualität

Entwicklung der jährlichen Stautunden, nach Nationalstrasse



Quelle: Viasuisse, Bundesamt für Strassen, Credit Suisse



## Wirtschaftspolitische Agenda

# Brexit-Entscheid: Blick ins Ungewisse für die Schweiz

**Für die Schweiz bleiben die mittel- und langfristigen Folgen der Brexit-Abstimmung ungewiss. Die Verhandlungen mit der EU dürften sich kurzfristig sogar schwieriger gestalten. Die Schweizer Bevölkerung sieht für Wirtschaft und Politik eher Vorteile.**

### Grosse Unsicherheit über langfristige Konsequenzen

Während die kurzfristigen Turbulenzen nach dem Brexit-Entscheid weitgehend bewältigt sind, wird über die möglichen langfristigen – positiven wie negativen – Konsequenzen spekuliert. Die Unsicherheit ist beträchtlich, gilt es doch, das Verhältnis zwischen der Europäischen Union (EU) und Grossbritannien neu zu definieren. Die entsprechenden Verhandlungen dürften aber erst 2017 formell eröffnet werden und könnten sich über mehrere Jahre erstrecken.

### Beschränkte direkte Auswirkungen auf die Schweizer Wirtschaft

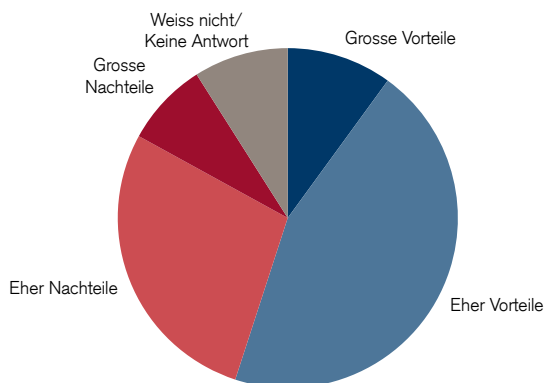
Die direkten Auswirkungen des Brexit auf die Schweizer Wirtschaft dürften beschränkt sein, sofern es nicht zu einer markanten Wachstumsverlangsamung in der Eurozone kommt. Die Schweizer Exporte nach Grossbritannien machen nur rund 6% der Gesamtexporte aus und bestehen zur Hälfte aus wenig konjunktur- und wechselkursensitiven Pharmazeutika. Die im Rahmen des Sorgenbarometers der Credit Suisse befragte Schweizer Bevölkerung ist optimistischer gestimmt und sieht eher Vorteile für die Schweizer Wirtschaft.

### Begrenzte Stärkung der Schweizer Vermögensverwaltung als «Safe Haven»

Eine länger anhaltende Unsicherheit in Europa und eine damit verbundene Stärkung des Schweizer Frankens würden die Position der Schweiz als «Safe Haven» in der Vermögensverwaltung stärken, auch wenn sich damit die Hoffnung auf eine baldige Wende im Zinsumfeld wohl verflüchtigen würde. Ein solches Szenario scheint allerdings nur bei einer weitergehenden Fragmentierung der EU bzw. des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder im Extremfall des Euro selbst realistisch. Höchst fraglich ist auch, ob der Schweizer Finanzplatz im grossen Umfang davon profitieren könnte, wenn Finanzinstitute ihre Geschäftsstellen zwecks Marktzutritt verlagern sollten. Wahrscheinlicher ist, dass diese in andere Finanzzentren im Euroraum, wie z.B. Frankfurt und Paris oder Luxemburg und Dublin (für Fonds) sowie Berlin (Fintech), umsiedeln würden. Viele Akteure verfügen dort bereits über Niederlassungen, und vor allem ist die Marktzutrittsfrage im Gegensatz zu derjenigen für die Schweiz geklärt.

### Schweizer sehen mehrheitlich Vorteile für Wirtschaft infolge Brexit-Abstimmung

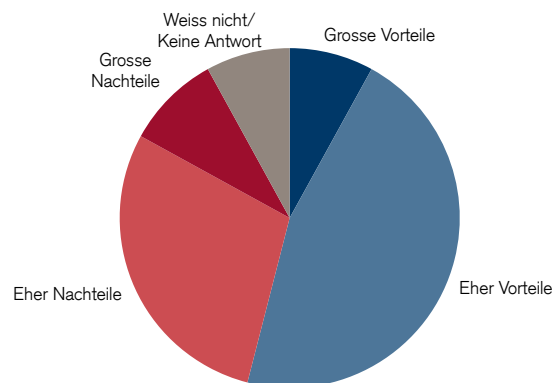
«Grossbritannien hat bei der sogenannten Brexit-Abstimmung entschieden, aus der EU auszutreten. Hat das für die Schweizer Wirtschaft ...»  
in % Stimmberechtigter



Quelle: Credit Suisse Sorgenbarometer

### Stimmbürger erwarten gestärkte Schweizer Verhandlungsposition gegenüber EU

«Und wie wirkt sich die Entscheidung Grossbritanniens auf die EU-Politik der Schweiz aus? Hat das für die Verhandlungsposition der Schweiz gegenüber der EU ...»  
in % Stimmberechtigter



Quelle: Credit Suisse Sorgenbarometer

### **Künftiger Marktzutritt als zentraler Erfolgsfaktor für Grossbritanniens Fi- nanzsektor**

Mit dem Brexit eröffnet sich Grossbritannien grundsätzlich ein grösseres Differenzierungspotenzial für eine wirtschafts- und insbesondere bankenfreundlichere Regulierung. Denkbar wären Verbesserungen, um das Potenzial für Geschäfte mit Drittstaaten ausserhalb der EU besser als heute nutzen zu können. Beispielsweise wären gezielte Massnahmen rund um die Renminbi-Hubs oder das Trust-Business durchaus möglich. Ebenso wie für die Schweizer Banken dürfte jedoch auch für die britischen Institute letztlich der EU-Marktzutritt zentral sein. Die entscheidende Frage dabei lautet, ob Grossbritannien ein normaler Drittstaat wird oder nicht. Die Antwort hängt davon ab, ob das Land die Personenfreizügigkeit mit der EU tatsächlich einschränken wird. Eine vollständige Teilnahme am europäischen Binnenmarkt erscheint ohne Personenfreizügigkeit kaum denkbar. Es gibt aber durchaus Anzeichen, dass die neue Regierung von Theresa May den Volkswillen respektieren und die Personenfreizügigkeit einschränken will. Dadurch würde das Vereinigte Königreich wohl zu einem normalen Drittstaat werden, der versuchen müsste, den Marktzutritt (im Bereich der Finanzdienstleistungen) via Äquivalenz zu erreichen.

### **Grossbritannien als Stan- dard für Äquivalenzaner- kennung**

Die Anerkennung der Äquivalenz ist ein Instrument, um internationalen Firmen Marktzutritt zur EU zu gewähren, sofern sie einem gleichwertigen ausländischen Regulierungs- und Aufsichtsrahmen unterstellt sind. Dieser auch von der Schweiz beschrittene Weg nähme in einem solchen Szenario aus EU-Sicht künftig eine viel prominentere Rolle ein, wobei Grossbritannien wohl zum Massstab für weitere Äquivalenzanerkennungen im Bereich der Finanzdienstleistungen würde. So dürfte London mit der EU problemlos Drittstaatenabkommen über eine gleichwertige Regulierung erreichen, da das Land bis zum Zeitpunkt des Austritts nicht nur über gleichwertige, sondern über EU-konforme Regulierungen verfügen wird. Auch bei neuen Regulierungen dürfte das Vereinigte Königreich die Äquivalenz dank dieser «super-äquivalenten» Basis deutlich einfacher erreichen als andere Drittstaaten wie die Schweiz, zumal die zu überwindende Lücke zumindest in den ersten Jahren nach dem Brexit signifikant kleiner wäre. Deshalb und aufgrund der gestiegenen Bedeutung der Äquivalenzfrage für die EU wäre zu erwarten, dass ihr Vorgehen gegenüber Drittstaaten in diesem Szenario künftig strikter gehandhabt würde.

### **Schwierige Schweizer Verhandlungen mit Brüssel**

Die Herausforderung für die Schweizer Unterhändler wird dadurch nicht leichter. Vielmehr kann man argumentieren, dass sich die Ausgangslage für die Schweiz mit dem Brexit-Entscheid verschlechtert hat. Die EU dürfte in den nächsten Jahren mit Austrittsverhandlungen mit Grossbritannien beschäftigt sein. Die Lösung der Masseneinwanderungsproblematik mit der Schweiz ist für die EU demgegenüber nicht prioritär. Jedes Zugeständnis gegenüber der Schweiz könnte zudem als Präzedenzfall für Grossbritannien betrachtet werden oder aber zumindest auf seine Implikationen für diese Verhandlungen hin analysiert werden. In einem optimistischeren Szenario kann allerdings argumentiert werden, dass mit dem Brexit-Entscheid klar geworden ist, dass das Prinzip der kompromisslosen Personenfreizügigkeit europaweit unter Druck geraten und eine differenzierte Lösung erforderlich ist. Langfristig könnte der britische Volksentscheid gar neue Opportunities eröffnen, da die EU möglicherweise gezwungen sein wird, neue Wege für die Zusammenarbeit mit ökonomisch besonders eng verbundenen Drittstaaten zu suchen. Die Schweizer Bevölkerung scheint diese Sichtweise mehrheitlich zu teilen.

[rene.buholzer@credit-suisse.com](mailto:rene.buholzer@credit-suisse.com)



## Immobilien

# Marktberuhigung bei Wohneigentum hält an

**Das Preiswachstum bei Wohneigentum in der Schweiz schwächt sich im Trend weiter ab. Zunehmend zeigen sich dabei Unterschiede zwischen Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern.**

## Grosse regionale Unterschiede

## Preise von Eigentumswohnungen sind leicht rückläufig

## Wachstumsabschwächung dürfte anhalten

Die Preise für Wohneigentum sind im 2. Quartal 2016 im Schweizer Mittel im Vergleich zum Vorjahresquartal noch um 1.3% gestiegen. Damit liegt das Wachstum zwar gleich hoch wie Ende 2015, bleibt aber markant unter dem durchschnittlichen Wachstum seit dem Jahr 2000 von 3.6%. Regional zeigt sich zunehmend ein Gefälle zwischen den Sprachregionen. Ausgehend vom Kanton Genf sind bei Wohneigentum mittlerweile in beinahe allen Regionen der Westschweiz Preisrückgänge zu verzeichnen. Insbesondere entlang des Genfersees ist das Preisniveau schon lange nicht mehr nachhaltig, was in den letzten Quartalen zu Korrekturen geführt hat. Aber auch rund um den Zürichsee fällt das Plus nur noch gering aus, und aktuell verzeichnet die Stadt Zürich sogar einen leichten Preisrückgang. Anders sieht die Situation dagegen ausserhalb der Hochpreisregionen aus, wo weiterhin Wachstumsraten von teilweise mehr als 5% erreicht werden.

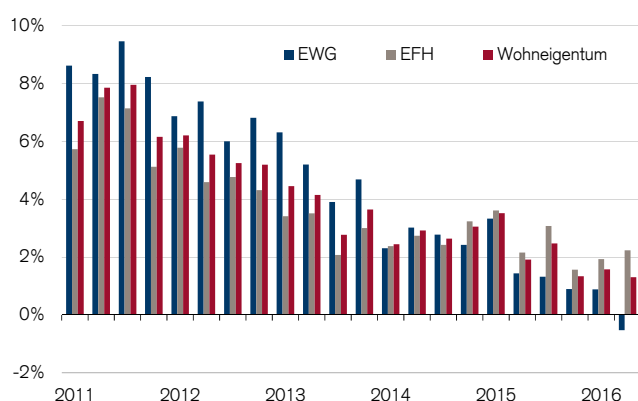
Während die Preise für Einfamilienhäuser mit Ausnahme der Westschweiz und einzelner Tourismusregionen weiterhin steigen (gesamte Schweiz: +2.2%), sind die Preise für Eigentumswohnungen erstmals seit 2003 gesunken. Ein negatives Wachstum verzeichnete beinahe die Hälfte aller Regionen, insbesondere die Westschweiz, aber auch Regionen in den Kantonen Bern, Tessin und Zürich. Im Landesmittel führte dies bei Eigentumswohnungen im Vergleich zum Vorjahresquartal zu einem Preisrückgang von 0.5%.

Wie schon in den Vorquartalen wird die Preisentwicklung für Wohneigentum für das 2. Halbjahr 2016 von entgegengesetzten Kräften beeinflusst, die sich grösstenteils die Waage halten. Nach dem Brexit-Entscheid sind die Hypothekarzinsen in den letzten Wochen auf neue Tiefststände gesunken. In Bezug auf den finanziellen Aufwand ist Eigentum damit relativ zur Miete nochmals attraktiver geworden. Entsprechend gross bleibt der Wunsch nach den eigenen vier Wänden. Die finanziellen Anforderungen für einen Erwerb sind aufgrund der erreichten Preisniveaus und der verschärften Regulierungsmassnahmen mittlerweile jedoch so hoch, dass sich eine zunehmende Anzahl Haushalte Wohneigentum trotz rekordtiefer Hypothekarzinsen gar nicht mehr leisten kann. Damit sollte sich die Preisabkühlung fortsetzen. Preisrückgänge dürften aber, mit Ausnahme der Westschweiz, eher Seltenheitswert haben.

[thomas.rieder@credit-suisse.com](mailto:thomas.rieder@credit-suisse.com)

## Dynamik des Preiswachstums im Trend schwächer

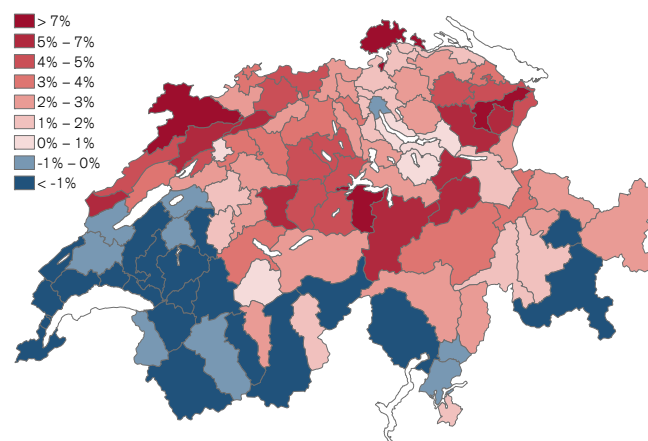
Jahreswachstumsraten in %; EWG: Eigentumswohnungen, EFH: Einfamilienhäuser



Quelle: Wüest & Partner, Credit Suisse

## Grosse regionale Unterschiede

Preiswachstum Wohneigentum in %, 2. Quartal 2016 zum Vorjahresquartal



Quelle: Wüest & Partner, Credit Suisse, Geostat

## Immobilien I Monitor

### Mietwohnungen

Die Planung neuer Mietwohnungen scheint keine Grenzen zu kennen. Grund hierfür ist der Anlagedruck. Weil Immobilien relativ zu den meisten anderen langfristigen Anlagen weiterhin attraktiv scheinen, werden rege neue Mietwohnungsprojekte geplant. Von Juli 2015 bis Juni 2016 wurde ein neuer Rekordwert von knapp 28'000 Wohneinheiten bewilligt – 14% mehr als im Vorjahr. Der Verlauf der Baugesuche lässt vermuten, dass die Bewilligungen noch weiter steigen werden. Die Risiken für ein sich bereits abzeichnendes Überangebot nehmen zu.

[denise.fries@credit-suisse.com](mailto:denise.fries@credit-suisse.com)

### Büroflächen

Weil die Flächennachfrage wegen des ausbleibenden Beschäftigungswachstums stagniert und die Ausweitung neuer Büroflächen im Vergleich dazu hoch ausfällt, sind auf dem Büroflächenmarkt Ungleichgewichte zu beobachten. Dies widerspiegelt sich nicht nur in den Leerständen, sondern auch in den Büromieten, die sich seit über vier Jahren in einer Konsolidierungsphase befinden. Am stärksten fiel die Mietpreiskorrektur mit –9% seit dem Höchststand Ende 2012 in der Marktreion Zürich aus. Angesichts der anhaltend überdurchschnittlichen Flächenplanung dürften die Überangebotssituation und der Druck auf die Mieten Bestand haben.

[denise.fries@credit-suisse.com](mailto:denise.fries@credit-suisse.com)

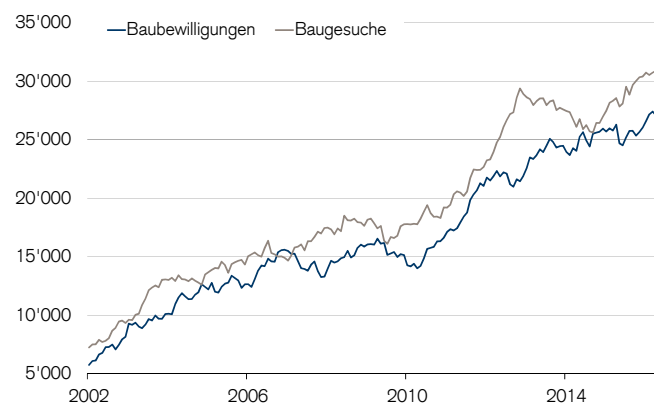
### Verkaufsflächen

Der Detailhandel kommt derzeit nicht aus den Negativschlagzeilen heraus. Der Online-Handel und der Einkaufstourismus setzen der Branche zu und führen zu Umsatzrückgang, Ladenschliessungen sowie Konkursen. Wie schwierig die Ertragslage der Detailhändler ist, zeigt die Umfrage der KOF. Mit Ausnahme eines Quartals verkündet seit fünf Jahren die Mehrheit der Detailhändler, dass sich die Ertragslage gegenüber dem Vorjahr verschlechtert habe. Die Nachfrage nach Verkaufsflächen ist entsprechend schwach und die Vermarktungssituation sehr anspruchsvoll. Eine baldige Entspannung ist nicht in Sicht.

[denise.fries@credit-suisse.com](mailto:denise.fries@credit-suisse.com)

### Rekordhohe Planung neuer Mietwohnungen

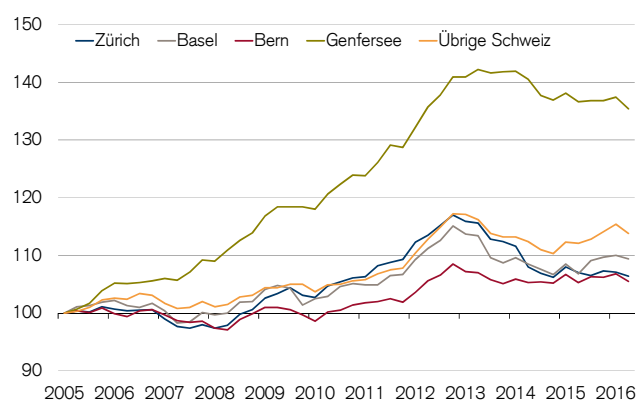
In Anzahl Wohneinheiten (12-Monats-Summe)



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

### Anhaltender Druck auf Büromieten

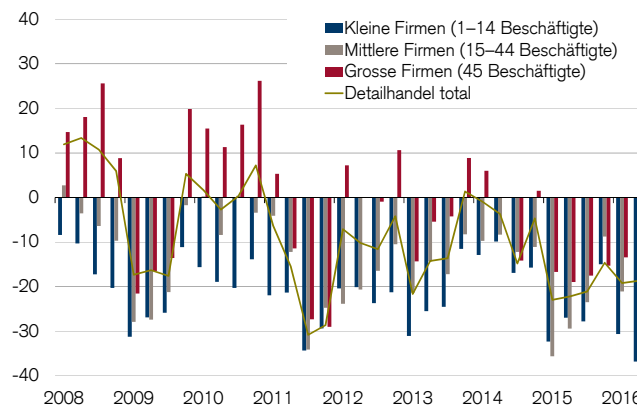
Hedonischer Mietpreisindex: 1. Quartal 2005 = 100



Quelle: Wüest & Partner, Credit Suisse

### Schwierige Ertragslage dämpft Flächennachfrage

Saldo des Anteils der positiven (= verbessert) und negativen (= verschlechtert) Antworten zur Ertragslage (ggü. Vorjahr)



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF), Credit Suisse

## Credit Suisse Vorlaufindikatoren

### Purchasing Managers' Index (PMI)

Einkaufsmanager stehen am Anfang des Produktionsprozesses. Der PMI nutzt diesen Vorlauf zur Prognose der Konjunktur. Er basiert auf einer monatlichen Umfrage, die procure.ch – der Fachverband für Material und Einkauf – durchführt. Die Einkaufsmanager beantworten acht Fragen zu Produktion, Auftragsbestand, Einkaufsmenge, Einkaufspreis, Lieferfristen, Einkaufslager, Verkaufslager und Beschäftigung. Sie geben an, ob die Aktivitäten höher, gleich oder tiefer als im Vormonat ausgefallen sind. Aus den prozentualen Anteilen der Antworten, die «höher» und «gleich» lauten, werden die Subindizes berechnet, wobei der Anteil der «gleich»-Antworten nur zur Hälfte einfließt. Der PMI liegt zwischen 0 und 100, wobei ein Wert über 50 eine expandierende Aktivität im Vergleich zum Vormonat bedeutet.

### Credit Suisse Exportbarometer

Das Credit Suisse Exportbarometer nutzt die Abhängigkeit der Exporte von der Nachfrage auf den ausländischen Exportmärkten. Zur Konstruktion des Exportbarometers werden Vorlaufindikatoren für die Industrie in den 28 wichtigsten Abnehmerländern zusammengetragen. Die Werte dieser Vorlaufindikatoren werden mit dem Exportanteil des jeweiligen Landes gewichtet. Das Exportbarometer verdichtet die Informationen zu einem einzigen Indikator. Da es sich um standardisierte Werte handelt, wird das Exportbarometer in Standardabweichungen angegeben. Die Nulllinie entspricht der Wachstumsschwelle. Das langfristige Durchschnittswachstum der Schweizer Exporte von knapp 5% liegt bei 1.

### Credit Suisse ZEW Indikator

Finanzanalysten sind am Puls der Wirtschaft. Zusammen mit dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung in Mannheim (ZEW) führen wir seit Juni 2006 eine monatliche Befragung von Finanzanalysten durch: den Finanzmarkttest Schweiz. Die Analysten werden nicht nur nach ihrer Einschätzung zur aktuellen und zukünftigen konjunkturellen Lage und zur Inflationsrate gefragt, sondern auch um ihre Einschätzungen hinsichtlich Finanzmarktthemen wie der Aktienmarktentwicklung oder der Zinsprognosen gebeten. Der eigentliche Credit Suisse ZEW Indikator stellt den Saldo der Erwartungen bezüglich des Verlaufs der Schweizer Konjunktur in den kommenden sechs Monaten dar.

### Industriekonjunktur

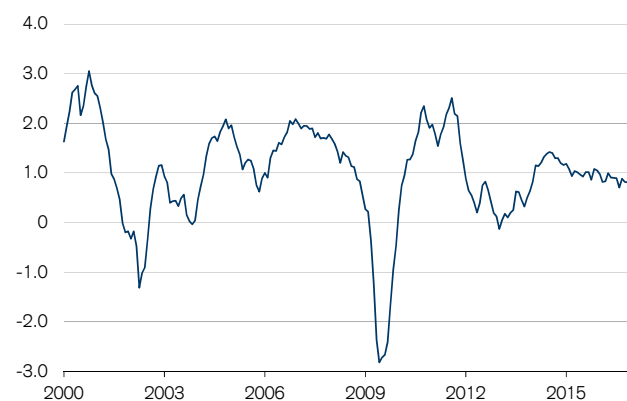
Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

### Exporte

In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

### Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



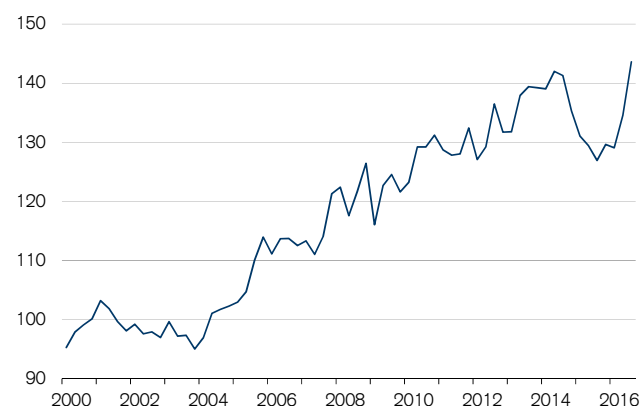
Quelle: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Credit Suisse

## Bauindex Schweiz

Der Bauindex Schweiz wird gemeinsam von der Credit Suisse und dem Schweizerischen Baumeisterverband (SBV) quartalsweise publiziert. Er dient als Frühindikator der Baukonjunktur in der Schweiz, indem er den Umsatz im Bauhauptgewerbe für das laufende Quartal prognostiziert. Der Indikator wird von Credit Suisse Economic Research berechnet und basiert hauptsächlich auf der quartalsweisen Erhebung des SBV bei seinen Mitgliedern. Zusätzliche Daten stammen vom Bundesamt für Statistik sowie vom Baublatt. Der Bauindex zeigt die Entwicklung ab dem 1. Quartal 1996 an.

## Baukonjunktur

1. Quartal 1996 = 100



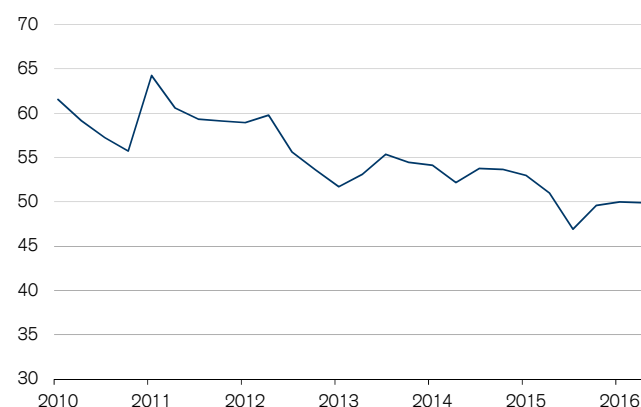
Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

## Renewable Energy Index

Der Renewable Energy Index Schweiz wird von der Credit Suisse in Zusammenarbeit mit der Agentur für erneuerbare Energien und Energieeffizienz (AEE SUISSE) quartalsweise veröffentlicht. Der Indikator beruht auf einer Umfrage unter Unternehmen der Branche für nachhaltige Energielösungen (erneuerbare Energien und Energieeffizienz). Deren Erhebung und Auswertung erfolgt in Anlehnung an die Vorgaben der International Federation of Purchasing and Materials Management. Der Renewable Energy Index widerspiegelt ein unmittelbares Bild der Entwicklung des Geschäftsverlaufs in der Branche für nachhaltige Energielösungen. Der seit dem 1. Quartal 2010 erhobene Renewable Energy Index ist somit ein wertvoller Beitrag zur Datengrundlage dieser Branche.

## Branche für erneuerbare Energie

Index > 50 = Wachstum



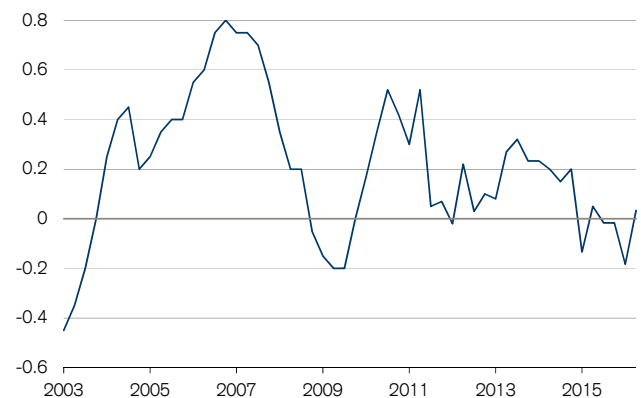
Quelle: Agentur für Erneuerbare Energie und Energieeffizienz, Credit Suisse

## Blue Book Index

Der Blue Book Index bringt die von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) im Rahmen ihres Quartalshefts veröffentlichten qualitativen Informationen zur wirtschaftlichen Aktivität in einen quantitativen Index. Dieser sogenannte Blue Book Index (der Umschlag des SNB-Quartalshefts ist blau) ist ein Aggregat aus fünf Teilindizes, welche die Entwicklung in vier Wirtschaftssektoren (verarbeitende Industrie, Bau, Nicht-Finanzdienstleistungen und Bankwesen) sowie am Arbeitsmarkt erfassen. Der Blue Book Index ist der arithmetische Durchschnitt der fünf gleichgewichteten Teilindizes. Jeder Teilindex kann einen Wert zwischen -1 und +1 annehmen, wobei die Intervalle 0.25 Punkte betragen. Wir definieren +0.25 als «Normalbedingungen» oder «mässiges Wachstum», während +1 und -1 für «Boom» bzw. «Kontraktion» stehen.

## Quantitative Übersetzung des SNB-Quartalshefts

Normierter Index von -1 bis +1



Quelle: Credit Suisse

## Prognosen und Indikatoren

### Prognosen für die Schweizer Wirtschaft

	2016	2016	2016P	2016P	2017P	2017P	2017P	2017P	2016P	2017P
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal		
BIP (YoY, in %)	1.1	2.0	1.7	1.3	1.3	1.2	1.5	1.9	1.5	1.5
Privater Konsum	1.2	1.0	1.0	1.0	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
Staatskonsum	1.5	2.6	1.0	2.0	1.8	1.2	2.5	1.7	1.8	1.8
Bruttoanlageinvestitionen	3.7	1.5	0.9	0.5	-0.4	1.4	2.2	3.9	1.6	1.8
Bauinvestitionen	0.8	-1.2	0.8	1.5	-1.5	-0.5	1.0	2.8	0.5	0.5
Ausrüstungsinvestitionen	5.5	3.4	1.1	0.0	0.0	2.5	3.0	4.5	2.5	2.5
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	6.0	7.4	1.0	0.0	3.0	4.0	6.0	5.0	3.5	4.5
Importe (Güter und Dienstleistungen)	3.3	5.4	3.5	0.0	3.5	3.5	3.5	3.5	3.0	3.5
Inflation (in %)	-1.0	-0.4	-0.1	0.2	0.6	0.4	0.5	0.5	-0.3	0.5
Arbeitslosigkeit (in %)	3.3	3.3	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Beschäftigung in VZÄ (YoY, in %)	-0.2	-0.1	0.1	0.1	0.5	0.3	0.5	0.6	0.0	0.5
Nettozuwanderung (in Tsd.)									70	60
Nominallohnwachstum (YoY, in %)									0.5	0.5
Leistungsbilanz (in % des BIP)									7.7	8.8
Staatsbudgetsaldo (in % des BIP)									0.1	-0.2
Schuldenquote (in % des BIP)									45.7	45.1

Quelle: Bundesamt für Statistik, Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, Credit Suisse

### Prognosen für die Weltwirtschaft

	Prognosen				Struktur		Bedeutung für die Schweiz	
Prognosen	BIP Ggü. Vorjahr, in %		Inflation		Bevölkerung In Mio.	BIP In USD Mrd.	Exportanteil In %	Importanteil In %
	2016	2017	2016	2017	2015	2015		
Welt	3.1	3.3	2.6	2.6	7'222	73'171	100	100
USA	1.8	2.0	1.3	2.0	322	17'947	13.9	17.0
Eurozone	1.5	1.3	0.1	1.2	332	11'540	43.2	63.0
Deutschland	1.5	1.3	0.2	1.5	82	3'358	18.3	28.3
Frankreich	1.3	1.3	0.2	1.1	64	2'421	6.8	8.1
Italien	0.9	0.8	0.1	1.0	61	1'815	6.3	9.7
Grossbritannien	1.5	0.2	0.7	2.0	65	2'848	5.7	3.1
Japan	0.6	0.9	-0.2	0.2	127	4'123	3.3	1.8
China	6.5	6.0	2.0	1.8	1'375	10'982	4.4	7.4

Quelle: Datastream, IMF, Credit Suisse

### Zinsen und geldpolitische Angaben

	Aktuell	3M	12M		Aktuell	Vormonat	Vorjahr
3M-Libor (in %)	-0.73	-0.9 bis -0.7	-0.9 bis -0.7	Geldmenge M0 (Mrd. CHF)	506.4	493.1	464.0
SNB-Zielband (in %)	-1.25 bis -0.25	-1.25 bis -0.25	-1.25 bis -0.25	Geldmenge M1 (% ggü. Vorjahr)	2.3	1.4	0.7
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (in %)	-0.51	-0.5 bis -0.3	-0.3 bis -0.1	Geldmenge M2 (% ggü. Vorjahr)	3.2	2.7	1.1
				Geldmenge M3 (% ggü. Vorjahr)	2.7	2.3	1.9
				Devisenreserven (Mrd. CHF)	641.0	635.3	550.7

Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

# Offenlegungen

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von der Abteilung Research der Division International Wealth Management der CS 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.

Beiträge von Anlagestrategen sind keine Research-Berichte. Anlagestrategen gehören nicht dem CS Research Department an. Die CS verfügt über Weisungen, die sicherstellen, dass das Research Department unabhängig ist. Dies schliesst Weisungen zu Handelsbeschränkungen für bestimmte Wertschriften vor der Veröffentlichung von Research-Berichten ein. Diese Weisungen gelten nicht für Anlagestrategen.

Die CS lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab, es sei denn, dieser Haftungsausschluss steht im Widerspruch zu einer Haftung, die sich aus bestimmten, für die CS geltenden Statuten und Regelungen ergibt. Dieser Bericht ist kein Ersatz für eine unabhängige Beurteilung. Die CS hat möglicherweise eine Handelsidee zu diesem Wertpapier veröffentlicht oder wird dies möglicherweise in Zukunft tun. Handelsideen sind kurzfristige Handelsempfehlungen, die auf Marktereignissen und Katalysatoren basieren, wohingegen Unternehmensempfehlungen Anlageempfehlungen darstellen, die auf dem erwarteten Gesamtertrag im 6- bis 12-Monats-Horizont basieren, gemäss der Definition im Disclosure-Anhang. Da Handelsideen und Unternehmensempfehlungen auf unterschiedlichen Annahmen und Analysemethoden basieren, könnten die Handelsideen von den Unternehmensempfehlungen abweichen. Ausserdem hat die CS möglicherweise andere Berichte veröffentlicht oder wird möglicherweise Berichte veröffentlichen, die im Widerspruch zu dem vorliegenden Bericht stehen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Berichte spiegeln die verschiedenen Annahmen, Einschätzungen und Analysemethoden wider, auf denen sie basieren, und die CS ist in keiner Weise verpflichtet, sicherzustellen, dass der Empfänger Kenntnis von anderen entsprechenden Berichten erhält.

## Bestätigung der Analysten

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 Vergütung in keiner Art und Weise direkt oder indirekt mit den in diesem Bericht ausgedrückten Empfehlungen oder Ansichten in Verbindung steht.

Die in diesem Bericht erwähnten Knowledge Process Outsourcing Analysten (KPO-Analysten) sind bei der Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited angestellt.

## Wichtige Angaben

Die CS veröffentlicht und aktualisiert Research-Berichte/Empfehlungen in den Intervallen, die ihr angemessen erscheinen. 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 CS 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: [http://www.credit-suisse.com/governance/en/code\\_of\\_conduct.html](http://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html)

Weitere Informationen finden Sie im Dokument «Unabhängigkeit der Finanzanalyse» unter folgender Adresse: [https://www.credit-suisse.com/legal/pb\\_research/independence\\_en.pdf](https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf)

Die Vergütung der für diesen Research-Bericht verantwortlichen Analysten setzt sich aus verschiedenen Faktoren zusammen, darunter aus dem

Umsatz der CS. Einen Teil dieses Umsatzes erwirtschaftet die Credit Suisse im Bereich Investment Banking.

## Zusätzliche Angaben

**Vereinigtes Königreich:** Weitere Informationen zu Angaben über 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.

**Indien:** Unter der Adresse <http://www.credit-suisse.com/in/researchdisclosure> finden sich weitere Offenlegungen, die gemäss Securities And Exchange Board of India (Research Analysts) Regulations, 2014, vorgeschrieben sind. Die Credit Suisse könnte Interessen in Bezug auf die im vorliegend Bericht genannten Unternehmen haben. Die Research-Berichte der Credit Suisse sind auch unter <https://investment.credit-suisse.com/> abrufbar.

Informationen zu rechtlichen Hinweisen und Offenlegungen bezüglich der von Credit Suisse Investment Banking beurteilten Unternehmen, die in diesem Bericht erwähnt wurden, finden Sie auf der Seite «Disclosure» der Investment Banking Division unter folgender Adresse: <https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Weitere Informationen wie Angaben im Zusammenhang mit anderen Emittenten finden Sie auf der der Seite «Disclosure» der Private Banking & Wealth Management Division unter folgender Adresse: <https://www.credit-suisse.com/disclosure>

# Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung dieser Informationen geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem CS Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG oder ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter folgender Adresse: <http://www.credit-suisse.com>

**KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG** Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen



gen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäußerten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die Credit Suisse, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungsdienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. Die CS hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Dienstleistungen durch Kapitalanlagegesellschaften geschlossen. **BE- STEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites beinhalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko.

### Distribution von Research-Berichten

Sofern hier nicht anders vermerkt, wurde dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG erstellt und publiziert, die der Zulassung und

Regulierung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht untersteht.

**Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 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. **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. Die Adresse der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, lautet Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) AG, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen ist und reguliert wird. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, verteilt, die von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) als Anlagendienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, wird von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution und der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **Gibraltar:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited vertrieben. 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 (Channel Islands) Limited verteilt, einem rechtlich unabhängigen Unternehmen, das 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 (Channel Islands) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **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:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. INB230970637; INF230970637; INB010970631; INFO10970631) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien einerseits von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, sowie andererseits von der Credit Suisse AG, einer Schweizerischen Bank mit Lizenz zur Erbringung von Bank- und Finanzdienstleistungen in Italien, verteilt. **Japan:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No.66, Mitglied der Japan Securities Dealers Association, Financial Futures Association of Japan, Japan In-

vestment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association, ausschliesslich in Japan verteilt. Credit Suisse Securities (Japan) Limited wird diesen Bericht nicht ausserhalb Japans verteilen oder in Länder ausserhalb Japans weiterleiten. **Jersey:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften beaufsichtigt wird. Die Geschäftsadresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Anlagen in Finanzmärkte können mit einem hohen Ausmass an Komplexität und Risiko einhergehen und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat. **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. **Österreich:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. Die Bank ist eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., ein ordnungsgemäss zugelassenes Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Sie unterliegt ferner der finanzmarktrechtlichen Aufsicht der luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse (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 (wie in den Regeln und Vorschriften der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) definiert) 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. **Singapur:** Dieser Bericht wurde zur Verteilung in Singapur ausschliesslich an institutionelle Anleger, zugelassene Anleger und erfahrene Anleger (wie jeweils in den Financial Advisers Regulations definiert) erstellt und herausgegeben und wird von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, auch an ausländische Anleger (gemäss

Definition in den Financial Advisers Regulations) verteilt. Die Credit Suisse AG, Singapore Branch, ist gemäss den Bestimmungen der Vorschrift 32C der Financial Advisers Regulations berechtigt, Berichte, die durch ihre ausländischen oder verbundenen Unternehmen erstellt wurden, zu verteilen. Für Fragen, die sich aus diesem Bericht ergeben oder die damit in Verbindung stehen, wenden sich Leser aus Singapur bitte an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, unter +65-6212-2000. In Bezug auf Finanzberatungsdienstleistungen, die Sie von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, erhalten, entbindet Ihr Status als institutioneller Anleger, zugelassener Anleger, erfahrener Anleger oder ausländischer Anleger die Credit Suisse AG, Singapore Branch, von der Verpflichtung bestimmte Anforderungen des Financial Advisers Act, Chapter 110 in Singapur (das «FAA»), der Financial Advisers Regulation sowie der entsprechenden Hinweise und Richtlinien, die hierzu erlassen wurden, zu erfüllen. **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). **Thailand:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, die von der Securities and Exchange Commission, Thailand, beaufsichtigt wird und unter der Adresse 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangrak, Bangkok, Tel. 0-2614-6000, eingetragen ist. **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 Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments 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. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern.

**USA: WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN (IM SINNE DER REGULIERUNGSVORSCHRIFTEN GEMÄSS US SECURITIES ACT VON 1933. IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).**

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

16C031A\_R



## Weitere Publikationen von Credit Suisse Economic Research



### Standortqualität 2016

Der Standortqualitätsindikator der Credit Suisse misst die Attraktivität der Schweizer Regionen und Kantone für Unternehmen. Die diesjährige Studie präsentiert die Resultate für 2016 und einen Ausblick auf das Jahr 2020.

**Erschienen am 8. September 2016**



### Immobilienmonitor Schweiz 3. Quartal 2016

Der Immobilienmonitor bietet dreimal jährlich ein Update aller immobilienrelevanten Marktentwicklungen und ergänzt damit die jährlichen Fundamentalanalysen und Spezialthemen der Credit Suisse Immobilienstudie.

**29. September 2016**



### Branchenmonitor 3. Quartal 2016

Der Branchenmonitor beschreibt quartalsweise die aktuelle Situation und den konjunkturellen Ausblick der wichtigsten Schweizer Branchen.

**4. Oktober 2016**



### Global Monitor 3. Quartal 2016

Der Global Monitor gibt einen Überblick über unsere Erwartungen für die wichtigsten Volkswirtschaften und diskutiert aktuelle volkswirtschaftliche Themen

**18. Oktober 2016**



### NAB Regionalstudie Aargau 2016

Die NAB Regionalstudie untersucht aktuelle Themen zur Aargauer Wirtschaft. Dieses Jahr stehen die Industrie und ihre aktuellen Herausforderungen im Vordergrund.

**26. Oktober 2016**



### Bauindex 4. Quartal 2016

Der vierteljährlich publizierte Bauindex Schweiz informiert zeitnah über die Konjunktur in der Baubranche und beinhaltet Schätzungen und Hintergründe der Umsatzentwicklung im Bausektor.

**23. November 2016**

## Der nächste Monitor Schweiz erscheint am 15. Dezember 2016

Lesen Sie monatlich «Wirtschaft und Märkte – Perspektiven für Anleger» und abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.