

# Finanzplatz Schweiz nach der Coronakrise: Herausforderungen mit nachhaltigem Wachstum meistern

Finanzplatz Schweiz | 2020



Dieser Bericht bildet die Ansicht des CS Investment Strategy Departments ab und wurde nicht gemäss den rechtlichen Vorgaben erstellt, die die Unabhängigkeit der Investment-Analyse fördern sollen. Es handelt sich nicht um ein Produkt der Research Abteilung von Credit Suisse, auch wenn Bezüge auf veröffentlichte Research-Empfehlungen darin enthalten sind. CS hat Weisungen zur Lösung von Interessenkonflikten eingeführt. Dazu gehören auch Weisungen zum Handel vor der Veröffentlichung von Research-Ergebnissen. Diese Weisungen finden auf die in diesem Bericht enthaltenen Ansichten der Anlagestrategen keine Anwendung

**Herausgeber: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products**

Oliver Adler  
Chefökonom Schweiz  
oliver.adler@credit-suisse.com

Manuel Rybach  
Global Head of Public Affairs and Policy  
manuel.rybach@credit-suisse.com

**Autoren**

Maxime Botteron  
Fredy Hasenmaile  
Florian Klemm  
Claude Maurer  
Markus Stierli  
Laura Canas da Costa  
Lukas Hetzel  
Stéphanie Kaiser  
Nicolas Matthieu  
Elena Scherrer  
Christian Wicki

**Mitwirkung**

Ewelina Krankowska-Kedziora  
Christine Mumenthaler  
Andreas Weber

**Redaktionsschluss**

27. Mai 2020

**Copyright**

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.  
Copyright © 2020 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr  
verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

---

# Vorwort

## Urs Rohner

Präsident des Verwaltungsrats  
Credit Suisse Group AG

Liebe Leserin, lieber Leser

2020 wird als einschneidendes Jahr für die gesamte Schweizer Wirtschaft in die Geschichtsbücher eingehen. Die Folgen der COVID-19-Pandemie sind auch für Banken und Versicherungen beträchtlich. Daher schenken wir den makroökonomischen Auswirkungen der Pandemie in der vorliegenden fünften Ausgabe unserer alle zwei Jahre erscheinenden Studie zum Schweizer Finanzplatz besondere Aufmerksamkeit. Wir würdigen darüber hinaus auch den Umstand, dass die Banken für die Krise gut gerüstet waren und folglich in Zusammenarbeit mit den Behörden – wie sich insbesondere bei den auch im Ausland viel beachteten Kreditfazilitäten für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) gezeigt hat – eine wichtige und positive Rolle bei der Bewältigung der Krise spielen können.

Der Schweizer Finanzplatz ist auch in Zukunft auf ein international wettbewerbsfähiges wirtschaftspolitisches und regulatorisches Umfeld angewiesen. Nur wenn die Banken mit dem Kosten- und Margendruck erfolgreich umgehen, können sie auch künftig einen substanziellen Beitrag zur Wertschöpfung und Beschäftigung leisten. In diesem Zusammenhang hebt unsere Studie insbesondere hervor, wie wichtig es ist, den Zugang zu ausländischen Märkten zu wahren, steuerliche Hindernisse abzubauen und Regulierungsvorgaben international abgestimmt umzusetzen.

Des Weiteren diskutieren wir dringend benötigte Reformen der Vorsorgeeinrichtungen. Der diesbezügliche Handlungsbedarf ist aufgrund der Corona-Krise nochmals gestiegen. Ein weiteres Kapitel ist der Integration von Nachhaltigkeitsfaktoren ins Bankgeschäft gewidmet, wobei wir auf Ausführungen zu diesem immer wichtiger werdenden Thema in vorangegangenen Publikationen dieser Serie aufbauen. Und schliesslich erläutern wir die bevorstehende Ablösung des Referenzzinssatzes LIBOR durch den SARON.

Wie in den bisherigen Ausgaben unserer Studienreihe identifizieren wir Erfolgsfaktoren und leiten daraus Handlungsempfehlungen ab, die wir nach Anregungen für Regierung, Parlament und Aufsichtsbehörden einerseits sowie Banken und die übrige Wirtschaft andererseits gliedern. Wir hoffen, damit einmal mehr einen konstruktiven Diskussionsbeitrag sowie Denkanstösse zu vermitteln. Wir freuen uns darauf, uns mit Ihnen über die Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes und die Standortattraktivität der Schweizer Wirtschaft insgesamt auszutauschen!

Freundliche Grüsse  
Urs Rohner

## **Makroökonomische Entwicklung** **7**

### **Wirtschaft nach dem Corona-Peak**

Die COVID-19-Pandemie und die Massnahmen zu ihrer Eindämmung haben die Welt – auch die Schweiz – in eine heftige Rezession gestürzt, und die nachfolgende Erholung dürfte eher schleppend verlaufen. Derweil scheint es verfrüht, eine grundlegende Änderung des Wirtschaftsgefüges und der Inflationstrends zu prognostizieren. Trotz des massiven Anstiegs der Staatsschulden erwarten wir auch keine Trendwende bei den Zinsen.

## **Banken** **13**

### **Wichtige Stütze statt Schwachpunkt**

Banken waren das schwache Glied, wenn nicht sogar der Auslöser der Finanzkrise von 2008. Demgegenüber trugen sie während der COVID-19-Krise entscheidend dazu bei, die von den Behörden beschlossenen Unterstützungsmassnahmen in die reale Wirtschaft zu übertragen – eine Rolle, für die sie dank ihrer besseren Kapitalisierung gut gerüstet waren. Indes dürfte der Sektor die aktuelle Krise nicht ohne Kostenfolgen überstehen. Zudem dürften die Zinsen nun noch länger tief bleiben, sodass die Margen in wichtigen Geschäftsbereichen weiterhin unter hohem Druck stehen werden.

## **Regulatorische Rahmenbedingungen** **21**

### **Punktuelle Anpassung zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit**

Um weiterhin einen signifikanten Beitrag an Wertschöpfung und Beschäftigung leisten zu können, sind Banken auf ein adäquates regulatorisches Umfeld angewiesen. Dabei gilt es insbesondere den Marktzugang zu bewahren und auszubauen, steuerliche Hindernisse zu beseitigen und die prudenzielle Regulierung international abgestimmt umzusetzen.

## **Vorsorgeeinrichtungen** **29**

### **Die Zeit für Reformen drängt**

Die Corona-Krise verschärft die Schieflage der staatlichen Altersvorsorge. Entsprechend steigt die Bedeutung der persönlichen Vorsorge. Doch selbst bei diesen besteht Reformbedarf.

## **Nachhaltigkeit** **35**

### **Die Rolle von Finanzinstituten für die Erreichung globaler Nachhaltigkeitsziele**

Die Integration von Nachhaltigkeitsfaktoren in das Kerngeschäft von Finanzinstituten rückt immer stärker in den Fokus. Ein entscheidender Marktreiber sind dabei politische und regulatorische Rahmenbedingungen.

## **LIBOR-Ablösung** **41**

### **Goodbye Libor – welcome SARON**

An den Finanzmärkten steht eine Operation an, die dem Wechsel des Pferdes im vollen Galopp entspricht. Auf Ende 2021 soll der Libor durch einen alternativen Referenzzinssatz, den SARON, abgelöst werden. Die Vorbereitungen dazu laufen auf Hochtouren. SIX berechnet bereits verschiedene SARON-Indexreihen, und die Schweizerische Nationalbank hat den Libor in ihrem geldpolitischen Konzept auch schon abgelöst.

## **Empfehlungen** **44**

### **Zusammenfassung der Empfehlungen**









# Wirtschaft nach dem Corona-Peak

Die COVID-19-Pandemie und die Massnahmen zu ihrer Eindämmung haben die Welt – auch die Schweiz – in eine heftige Rezession gestürzt, und die nachfolgende Erholung dürfte eher schleppend verlaufen. Derweil scheint es verfrüht, eine grundlegende Änderung des Wirtschaftsgefüges und der Inflationstrends zu prognostizieren. Trotz des massiven Anstiegs der Staatsschulden erwarten wir auch keine Trendwende bei den Zinsen.

## **Zu grosser Optimismus zu Beginn der Krise, gefolgt von Stress an den Finanzmärkten**

Die Corona-Krise kam rasch und unerwartet, und ihre wirtschaftlichen Konsequenzen waren und sind immer noch enorm. Den Auslöser, eine durch ein sehr infektiöses Virus verursachte Pandemie, hatten die meisten Regierungen, aber auch Ökonomen und Finanzanalysten nicht wirklich auf ihrem Radar. Zu früheren Rezessionen waren aber dennoch gewisse Parallelen feststellbar: So war zu Beginn der Krise vor allem der «Westen» lange Zeit übertrieben optimistisch und rechnete damit, dass sich die Pandemie nicht viel weiter über China hinaus verbreiten werde. Erst in einer zweiten Phase wurden die Prognosen sowohl in Bezug auf die Pandemie selbst als auch ihre wirtschaftlichen Auswirkungen markant revidiert. Wie zu Beginn früherer Rezessionen waren zudem immer wieder Phasen mit hohem Stress an den Finanzmärkten zu beobachten.

## **Eine Rezession der anderen Art**

### **Nachfragerückgang stärker als Angebotsschock**

Die Entwicklung im Frühjahr 2020 unterscheidet sich allerdings in mehreren Punkten diametral von früheren Rezessionen. Beispielsweise schaffte es das Virus innert kürzester Zeit, die Welt stillzulegen. Und dies durchaus im wörtlichen Sinne: Gemäss Seismologen hat die Erdoberfläche infolge der eingeschränkten Aktivitäten des Menschen messbar weniger vibriert. Die Massnahmen zur Eindämmung des Erregers zogen einen Produktionsstopp in beträchtlichen Teilen der Wirtschaft nach sich, sodass internationale Angebotsketten unterbrochen wurden. Um die Wirksamkeit der Abstandsregeln zu erhöhen, wurden viele Dienstleistungsbetriebe geschlossen. Entsprechend heftig waren gewisse Dienstleistungsbranchen betroffen: In der Luftfahrt beispielsweise brach der Umsatz um mehr als 90% ein. Die Gastronomie und der stationäre Detailhandel sowie der Tourismus und Kulturbetriebe kamen weitgehend zum Stillstand. Obwohl es sich also grundsätzlich um einen Angebotsschock handelte – Güter und Leistungen konnten vielerorts ganz einfach nicht mehr erbracht und verkauft werden –, brach die Nachfrage im Gleichschritt mit dem Angebot ebenfalls ein, teilweise sogar stärker. Aus diesem Grund waren im Gegensatz zu früheren Angebotsschocks, wie zum Beispiel jenem von 1973, als das systemrelevante Erdöl aus politischen Gründen stark verknappt wurde, diesmal kaum Preisanstiege zu beobachten.

### **Enorm rasche Reaktion der Geld- und Finanzpolitik**

Ein weiterer Hauptunterschied zu früheren Rezessionen waren sicherlich auch die unglaublich kurzen Reaktionszeiten der Behörden. Regierungen sehr vieler Länder schnürten praktisch unverzüglich Fiskalpakete, deren Grössenordnung meist weit über jenen vergangener Krisen lag (vgl. Abb.

1). Damit die Phase des Lockdowns nicht zu heftige mittel- bis langfristige Folgen zeitigen würde, musste die Finanzpolitik rasch, unbürokratisch und umfassend Gegensteuer geben. Ebenso wichtig war, dass die Zentralbanken die Stabilität des Finanzsystems sicherstellten, die zu Beginn der Krise zeitweise bedroht war (vgl. Abb. 2). Die zentralen Massnahmen der Fiskalpolitik der ersten Stunden waren in der Schweiz die Kurzarbeit und die Vergabe von staatlich verbürgten Überbrückungskrediten. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wiederum entlastete die Banken einerseits durch eine Lockerung des antizyklischen Kapitalpuffers und unterstützte sie andererseits durch eine neue Refinanzierungsfazilität bei der Kreditvergabe. Zudem verhinderte sie mit Devisenkäufen und einem klaren aktuellen Ausblick (Forward Guidance) eine übermässige Frankenaufwertung.

### **Massnahmen, vor allem seitens der US-Notenbank, führten zu Marktnormalisierung**

Auf globaler Ebene waren vor allem die Notmassnahmen der US-Notenbank (Fed) zur Linderung von USD-Liquiditätsengpässen wichtig. Zwischenzeitlich hatte der Stress an den Finanzmärkten annähernd ähnliche Dimensionen angenommen wie während der Finanzkrise von 2008/2009 – und dies trotz einer diesmal wesentlich stärkeren Kapitalisierung der Banken. Hierfür ausschlaggebend war primär die auf breiter Front zu beobachtende Flucht der Anleger in liquide Mittel. Dies wiederum setzte sogar die Preise für länger laufende US-Staatsanleihen unter Druck, die zu den global liquidesten Anlagen gezählt werden. Dank der Massnahmen der Fed, aber auch der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie deren Koordination mit anderen Notenbanken konnte an den Märkten vergleichsweise rasch eine Beruhigung eingeleitet werden. Die Bedeutung der Zentralbanken als Kreditgeber beziehungsweise Käufer der letzten Instanz wurde wieder einmal eindrücklich vor Augen geführt. Diverse Finanzmarktstress-Indikatoren, unter anderem die Differenz zwischen Interbanksätzen und der Rendite kurzfristiger US-Staatsanleihen, sanken recht bald wieder, und der Kreditrisikoaufschlag zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen normalisierte sich ebenfalls (vgl. Abb. 3).

## **Schleppende Erholung**

### **Trotz heftigen Einbruchs nicht mit Depression vergleichbar**

Nach heutigem Wissenstand haben die staatlichen Massnahmen verhindert, dass die Weltwirtschaft trotz eines kurzzeitig tiefen Einbruchs nicht in eine länger dauernde Depression abgeglitten ist. Die Arbeitslosenraten sind in vielen Ländern gestiegen – insbesondere in solchen wie den USA, die keine Kurzarbeit kennen –, und die Firmenkongresse haben zugenommen. Dennoch ist die wirtschaftliche Entwicklung nicht mit derjenigen der 1930er-Jahre vergleichbar: Damals kollabierte das Finanzsystem, die Wirtschaftsleistung der USA brach über fünf Jahre um insgesamt mehr als ein Viertel ein, und die Arbeitslosenquote schnellte auf rund 25% nach oben. Hauptgrund für diese desaströse Entwicklung war die prozyklische Geld- und Finanzpolitik. Zudem erhöhten die USA zum «Schutz» der Wirtschaft sprunghaft ihre Zölle (Smoot-Hawley Tariff Act), was weitere Länder zur Einführung von Gegenzöllen veranlasste und dem Welthandel in der Folge schweren zusätzlichen Schaden zufügte.

### **Diverse Gründe sprechen trotzdem für eine nur schleppende Erholung**

Es gibt indessen auch heute mehrere Gründe, die eine eher schleppende Erholung erwarten lassen. Der Arbeitsmarkt dürfte sich insbesondere in Ländern, in denen Unternehmen ihre Arbeitskräfte stark abgebaut haben, nur graduell erholen (Matching-Problem). Aufgrund der zögerlichen Konsumerholung und der dadurch entstehenden Kapazitätsüberschüsse, aber auch wegen der Gewinneinbussen und sich voraussichtlich nicht vollkommen normalisierender Finanzierungskosten (z.B. Aufschläge bei den Kreditzinsen) dürften sich die Unternehmen zudem während längerer Zeit bei den Investitionen zurückhalten. Priorität dürfte stattdessen der Aufbau von Reserven haben – nicht zuletzt, weil diese die Finanzierungskosten stark beeinflussen. Die Phase des Reserveaufbaus wird bei vielen Unternehmen durch die Rückzahlung der Notkredite verlängert werden. Gewisse Wirtschaftsbereiche, wie etwa der internationale Reiseverkehr und Tourismus, dürften infolge weiter bestehender Schutzmassnahmen auf längere Zeit beeinträchtigt bleiben. Schliesslich wird die zeitlich verschobene Aufhebung der Lockdown-Massnahmen in verschiedenen Ländern die Erholung des internationalen Handels zusätzlich hemmen.



# Pandemie als Vorwand für verstärkten Protektionismus

**Autarkie-  
Bestrebungen im  
medizinischen oder  
in anderen Bereichen  
wären wohlstands-  
mindernd**

Die Prognose, dass die COVID-19-Pandemie auch zu einem fundamentalen Bruch der langfristigen wirtschaftlichen Trends führen werde, scheint uns hingegen etwas voreilig. Ohne Zweifel gibt es jedoch gewisse Entwicklungen – nicht zuletzt politischer Art –, die eine Abschwächung auch des langfristigen globalen Wachstumstrends bewirken könnten. Vor allem besteht das Risiko, dass die während der Pandemie zeitweise auftretenden Unterbrüche der internationalen Lieferketten sowie die Versorgungsengpässe bei medizinischem Material von protektionistischen Kräften als Vorwand genutzt werden, um Selbstversorgung (Autarkie) in «strategischen» Wirtschaftsbereichen zu fordern. Dadurch würde jedoch lediglich das zentrale Versagen, nämlich die in den meisten Ländern ungenügende Vorbereitung auf die Pandemie, ausgeblendet, aber keineswegs korrigiert. Zwar ist das Anlegen gewisser Notvorräte an medizinischem Material ohne Zweifel sinnvoll, aber wesentlich wichtiger wären effizientere Systeme zur Überwachung der Pandemieentwicklung (Testing und Contact Tracing) und zur Umsetzung von Gegenmassnahmen (insbesondere Social Distancing sowie Isolations- bzw. Quarantäneregelungen). Demgegenüber würde der systematische Aufbau von Produktionskapazitäten zur Selbstversorgung – sei es im Bereich der Gesundheitsversorgung oder etwa auch in der Landwirtschaft – zu hohen Ineffizienzen und einer Verminderung des Wohlstands führen. Zudem würde dies keineswegs garantieren, dass die betreffenden Länder in Zukunft besser vor einer Pandemie geschützt wären.

**Geopolitische  
Rivalität zwischen  
den USA  
und China  
könnte sich  
verschärfen**

Insgesamt ist zu hoffen – und für den weiteren Wachstumstrend entscheidend –, dass die enormen Vorteile, die eine arbeitsteilige, auf Effizienzüberlegungen basierende und global integrierte Wirtschaft für den Wohlstand der grossen Mehrheit der Bevölkerung bringt, auch von den entsprechenden politischen Mehrheiten erkannt und unterstützt werden. (Dabei ist es jedoch auch wichtig, dass allfällige Kosten der Globalisierung, nicht zuletzt im Bereich der Umwelt, in Zukunft «internalisiert» werden.) Zu optimistisch wäre demgegenüber wohl die Annahme, dass die teilweise geopolitisch (und derzeit wahlpolitisch) motivierten Wirtschaftskonflikte zwischen den USA und China, aber auch zwischen anderen Ländern wegen des COVID-19-Schocks ad acta gelegt würden. Eine gewisse Besinnung auf die Vorteile regelbasierter und durch eine multilaterale Gerichtsbarkeit untermauerter internationaler Wirtschaftsbeziehungen ist jedoch längerfristig zumindest denkbar.

## Fliehkräfte in Europa eher eingedämmt

**Der Teufelskreis  
von steigenden  
Zinsen und erhöhtem  
Ausfallrisiko der  
Länder Südeuropas  
wurde rasch gestoppt**

Eine zweite potenzielle Sollbruchstelle ist während der Pandemie innerhalb Europas offensichtlich geworden. Allerdings hat man sich nach anfänglichen nationalen Abschottungsmassnahmen auch hier auf die Wichtigkeit offener Grenzen für den Warenverkehr, insbesondere bei lebenswichtigen Gütern, besonnen. Noch wichtiger war es indessen, die potenziellen Fliehkräfte innerhalb der Eurozone einzudämmen. Da insbesondere Italien und Spanien von der Pandemie sehr hart getroffen wurden und sich Italien zu Beginn der Pandemie schon fast in einer Rezession befand, drohte erneut ein Teufelskreis, bei dem steigende Zinsen auf hohen Schulden deren Refinanzierung verunmöglichen und eine erneute Schuldenkrise auslösen würden. Zum Glück hat auch hier die EZB wesentlich rascher und dezidierter reagiert als in der Eurokrise. Zudem haben die Regierungen der Eurozone mit der Gründung eines recht umfangreichen Fonds zur Stützung der von COVID-19 stark geschädigten Länder nicht nur einen wichtigen Beitrag zur unmittelbaren Stabilisierung der Eurozone geleistet, sondern wohl auch einen Schritt in Richtung einer Fiskalunion getan, welche die Anfälligkeit der Region auf zukünftige Schocks reduzieren wird. Trotzdem bleibt gerade im Bereich der Banken- und Kapitalmarktunion noch einiges zu tun, um das Wachstumspotential zu erhöhen und das Krisenpotential zu reduzieren.

# Höhere Staatsschulden als Belastung des Wachstums?

**Solange die Zinsen tief bleiben, sollte die Wirkung höherer Staatschulden gering sein**

Auf makroökonomischer Ebene ist die zentrale Frage, inwieweit die massiven wirtschaftspolitischen Stützungsmaßnahmen, die durch die Pandemie ausgelöst wurden, langfristig zu einer Belastung für die Wachstumsentwicklung werden könnten. Als Folge der finanzpolitischen Hilfspakete hat die staatliche Verschuldung massiv zugenommen und nicht zuletzt in den USA neue Höchststände erreicht. Ob sich dies negativ auf das langfristige Wachstum auswirken wird, hängt primär davon ab, ob die Zinsen infolge vermeintlich höherer Ausfall- oder Inflationsrisiken steigen und somit die Finanzierungskosten in der Gesamtwirtschaft erhöhen werden. Bisher zumindest ist in den Industrieländern kein Anstieg der Zinsen zu beobachten. Ob höhere Schulden an sich – z.B. wegen der Erwartung höherer zukünftiger Steuern oder kommender «Finanzrepression» – das Wachstum beeinträchtigen, ist unter Ökonomen umstritten.

## Geringe Inflationsrisiken und hohe Nachfrage nach Staatsanleihen halten Zinsen tief

**Kurz- und mittelfristig wirkt die Krise eher deflationär**

Gleichzeitig haben auch die Zentralbanken ihre Bilanzen massiv aufgebläht. Dies weckt Befürchtungen hinsichtlich einer künftigen Beschleunigung der Inflation. Wir erachten eine solche indes als eher unwahrscheinlich. Es überrascht nicht, dass im unmittelbaren Gefolge der Krise Preisniveaus und Inflationsraten in den meisten Ländern rückläufig waren. Angesichts der wohl nur schleppenden Konjunkturerholung dürfte dieser Trend noch eine Weile andauern. Insbesondere ist vor dem Hintergrund der höheren Arbeitslosigkeit in den meisten Ländern bis auf Weiteres mit nur sehr geringen Lohnsteigerungen zu rechnen. Die Hauptsorge der Notenbanken dürfte deshalb noch längere Zeit eine «zu tiefe» statt eine «zu hohe» Inflation bleiben.

**Risiko eines Verlusts des Vertrauens in die Notenbanken wird überschätzt**

Dass die Zinsen längerfristig steigen, weil das Vertrauen in die Geldwertstabilität, beispielsweise aus Furcht vor einer «Verpolitisierung» der Geldpolitik, schwindet und folglich eine Risikoprämie in die Zinsen eingebaut wird, ist denkbar, aber auch eher unwahrscheinlich. Aus demografischen und institutionellen Gründen rechnen wir eher mit einer anhaltend starken Nachfrage nach – zumindest nominell – sicheren Anlagen, d.h. nach Staatsanleihen der wichtigsten Industrieländer, was auf anhaltend tiefe Zinsen hindeutet. Dies bedeutet, dass die staatlichen «Schuldenberge», die sich während der Krise weiter aufgehäuft haben, auch in Zukunft relativ leicht zu finanzieren sein sollten.

## Die Schweiz ist k(ein) Sonderfall

**Sockelarbeitslosigkeit sollte nur wenig steigen**

Auch die Schweizer Wirtschaft wurde von der COVID-19-Pandemie und den dagegen ergriffenen Massnahmen heftig getroffen. Wir schätzen den Einbruch des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im 2. Quartal 2020 auf etwa 10%. Trotz weitverbreiteter Kurzarbeit und umfassender Verfügbarkeit staatlich garantierter Kredite haben viele Firmen, vor allem in Bereichen wie dem Tourismus, Entlassungen vorgenommen, sodass die Arbeitslosigkeit markant gestiegen ist. Inwieweit sich dies in einer erhöhten Sockelarbeitslosigkeit niederschlagen wird, ist unsicher. Wegen der ausgesprochen hohen Flexibilität des Schweizer Arbeitsmarktes sind wir jedoch in dieser Beziehung relativ optimistisch.

**Die verlangsamte Zuwanderung bremst die Konjunkturerholung**

Die finanzpolitischen Massnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur (die Finanzierung von Kurzarbeit und vom Bund verbürgte Kredite) haben in der Schweiz ein ähnliches Ausmass angenommen wie in anderen Ländern (vgl. Abb. 1). Sie zeichneten sich im Vergleich zu anderen Ländern jedoch dadurch aus, dass sie nicht nur sehr rasch beschlossen, sondern auch – dank des Zusammenspiels mit den Banken (vgl. nächstes Kapitel) – überaus effizient umgesetzt werden konnten. Dies hat ohne Zweifel einen stärkeren Anstieg der Arbeitslosigkeit und der Unternehmenskonkurse verhindert. Auch das Profil des weiteren Wachstumsverlaufs dürfte sich nicht stark von jenem in anderen Ländern unterscheiden. Eine raschere Erholung wird unter anderem dadurch gehemmt, dass die Zuwanderung wegen des hiesigen Konjunktüreintrucks und der eingeschränkten grenzüberschreitenden Mobilität im laufenden Jahr wesentlich geringer ausfallen wird als zu Jahresbeginn angenommen. Dies wird insbesondere das Wachstum des Konsums beschränken.

## Pharmaexporte dämpfen den Exportrückschlag beträchtlich

Es steht zu erwarten, dass sich die Entwicklung in der Schweiz unter anderem im Exportsektor etwas von derjenigen in anderen Ländern abheben wird. Obwohl die Schweiz angesichts eines sehr hohen Exportanteils am BIP von rund 50% grundsätzlich stärker von der globalen Rezession betroffen sein sollte, bestätigen die bisher veröffentlichten Exportdaten unsere Einschätzung, wonach die Dominanz der hiesigen Pharmaexporte (mehr als 40% des Exportvolumens) die Gesamtexporte und somit auch das BIP als Ganzes spürbar zu stabilisieren vermag. Da der Pharmasektor nur gerade etwa 1% der Gesamtbeschäftigung ausmacht, ist seine stabilisierende Wirkung am Arbeitsmarkt aber wesentlich geringer. Andere Bereiche des Exportsektors, deren Anteile an der Beschäftigung um einiges höher sind, wie etwa die Maschinen-, Elektro- und Metall-Industrie (MEM-Industrie), sind vom Konjunkturerinbruch bei den Haupthandelspartnern wesentlich stärker betroffen.

## Die Staatsschuldenquote dürfte sich bald zurückzubilden beginnen

Ein weiterer Aspekt, bei dem sich die Schweiz von anderen Ländern abhebt, ist die zu erwartende Dynamik der Staatsschulden. Insbesondere die Schulden des Bundes dürften zwar wie anderswo ebenfalls sprunghaft steigen, sie sollten sich aber – auch ohne besondere Sparanstrengungen – schon ab 2022 wieder graduell zurückbilden. Diese Entwicklung ist der Tatsache geschuldet, dass die Zinsen in der Schweiz im Vergleich zum Wirtschaftswachstum ausserordentlich tief sind und der sogenannte Primärhaushalt nach Abklingen der ausserordentlichen Ausgaben rasch wieder auf ein sehr tiefes Niveau absinken dürfte.

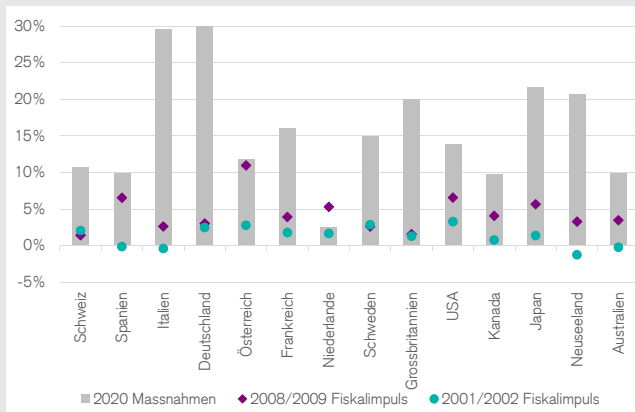
## Immobilienmarkt als Stütze und Risiko

## Die tiefen Zinsen stützen auch in Zukunft den Markt für Wohneigentum

Tiefe Zinsen sind eine wichtige Stütze für den Schweizer Immobilienmarkt. Insbesondere beim Wohneigentum sind kaum Preiskorrekturen zu erwarten, solange die Hypothekenbelastung derart tief bleibt. Weil die Erschwinglichkeit von Wohneigentum nicht zuletzt aufgrund der Selbstregulierung der Banken in den vergangenen Jahren stark abgenommen hat, sind Ausfälle auch aufgrund möglicher Einkommenseinbussen eher unwahrscheinlich. Dank der anhaltend tiefen Zinsen dürfte vorwärtsblickend das Volumen der Hypothekenkredite nach einem Dämpfer erneut zunehmen. Bei den Wohnrenditeliegenschaften werden sich die Investoren derweil wegen der höheren Sicherheit der Mietzinseinnahmen im Vergleich zu anderen Cashflows kaum vom Immobilienmarkt abwenden. Zwar wird die Zahl der leer stehenden Mietwohnungen infolge einer tieferen Nettoeinwanderung und einer schwächeren Inlandnachfrage abermals steigen, aber dies dürfte die Renditeerwartungen nur wenig dämpfen. Demgegenüber werden die Rückschläge bei den Gewerbeflächen umfassender ausfallen. Insbesondere im stationären Detailhandel und im Hotelmarkt ist mit einer Welle von Insolvenzen, Geschäftsaufgaben und Gesundschumpfungen zu rechnen, die allenfalls auch in den Büchern von Banken gewisse Spuren hinterlassen werden.

Abb. 1: Erwartete fiskalpolitische Massnahmen weltweit

in % des BIP



Quelle: World Economic Outlook des IWF, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 25.05.2020

Abb. 2: Unterstützung durch Zentralbanken

Per 1. Mai 2020

	Leitzinsen	Quantitative Lockerung	Kredite an Finanzinstitute	Fiskalische Massnahmen
<b>Fed</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Senkung des Leitzinses um 150 Bp</li> <li>Einführung von USD-Swap- und Repo-Vereinbarungen mit anderen Zentralbanken</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Unbeschränkte Käufe von US-Treasuries und Mortgage-Backed Securities</li> <li>Käufe von Unternehmensanleihen, inkl. High-Yield- und Kommunalanleihen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umfassende Repo-Geschäfte sowie diverse Massnahmen zur Förderung der Kreditvergabe durch Banken</li> <li>Direkte Kredite an Unternehmen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fiskalische Lockerung in Höhe von USD 2 Bio., inkl. Barzahlungen an Haushalte, Kredite an Unternehmen und erhöhte Arbeitslosenunterstützung</li> </ul>
<b>EZB</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Senkung des TLTRO-III-Satzes um 25 Bp</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kann bis Ende 2020 Wertschriften in Höhe von über EUR 1 Bio. kaufen, inkl. Staats- und Unternehmensanleihen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte, bevor TLTRO III verfügbar sind</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Euroraum-weite fiskalische Hilfe in Höhe von EUR 540 Mrd., inkl. Kredite für KMU, neues Kapital für die Europäische Investitionsbank und Unterstützung von Kurzarbeit</li> </ul>
<b>SNB</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Keine Anpassung der Geldpolitik, aber Erhöhung der von Negativzinsen ausgenommenen Freibeträge für Bankreserven</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Erhöht ihre Fremdwährungskäufe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>COVID-19-Refinanzierungsfazilität</li> <li>Repo-Geschäfte, sofern erforderlich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Garantien von Bankkrediten an Unternehmen in Höhe von 5% des BIP</li> <li>3% des BIP an weiteren Massnahmen, v.a. Finanzierung von Kurzarbeit</li> </ul>

Quelle: Fed, EZB, SNB, Credit Suisse





# Wichtige Stütze statt Schwachpunkt

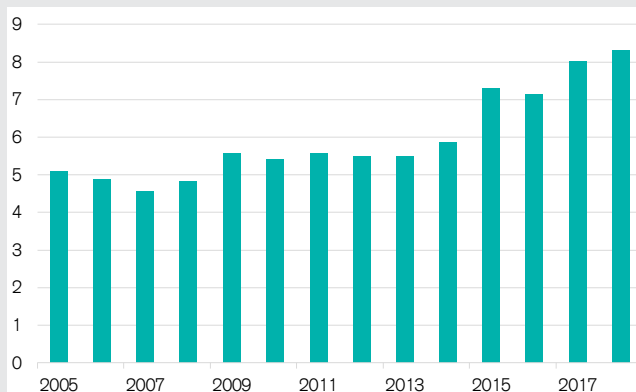
Banken waren das schwache Glied, wenn nicht sogar der Auslöser der Finanzkrise von 2008. Demgegenüber trugen sie während der COVID-19-Krise entscheidend dazu bei, die von den Behörden beschlossenen Unterstützungsmassnahmen in die reale Wirtschaft zu übertragen – eine Rolle, für die sie dank ihrer besseren Kapitalisierung gut gerüstet waren. Indes dürfte der Sektor die aktuelle Krise nicht ohne Kostenfolgen überstehen. Zudem dürften die Zinsen nun noch länger tief bleiben, sodass die Margen in wichtigen Geschäftsbereichen weiterhin unter hohem Druck stehen werden.

## Solide Bankbilanzen zu Beginn der COVID-19-Krise

Bis Redaktionsschluss standen uns noch keine genauen Daten zu den wirtschaftlichen Kosten der COVID-19-Pandemie zur Verfügung (vgl. vorstehendes Kapitel). Wir sind uns jedoch sicher, dass die Inlandbanken zu Beginn der Krise klar besser aufgestellt waren als vor der globalen Finanzkrise, um einem wirtschaftlichen Schock zu begegnen. Die Banken in der Schweiz waren diesmal mit mehr Kapital ausgestattet und verfügten über einen viel höheren Liquiditätspuffer. Zudem waren ihre Bilanzen relativ zum Schweizer Bruttoinlandprodukt (BIP) kleiner (obwohl immer noch sehr gross), und ihr Exposure gegenüber internationalen Risiken, d.h. ihr Anteil an ausländischen Vermögenswerten, geringer (vgl. Abb. 1 bis 4). Dies bedeutet indes nicht, dass die Bankbilanzen völlig risikofrei wären, schliesslich besteht der zentrale Zweck des Bankgeschäfts ja darin, kalkulierte Bilanzrisiken einzugehen. Verglichen mit dem Beginn der letzten Rezession, waren die Banken diesmal grundsätzlich dennoch viel besser gerüstet, um eine Krise zu verkraften.

Abb. 1: Inländische Banken sind besser kapitalisiert, ...

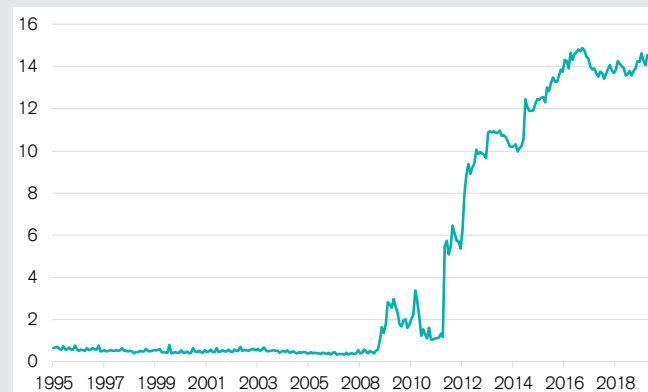
Tier-1-Kapital in % der Bilanzsumme



Quelle: Financial Soundness Indicators des IWF, Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 2018

Abb. 2: ... halten mehr liquide Mittel, ...

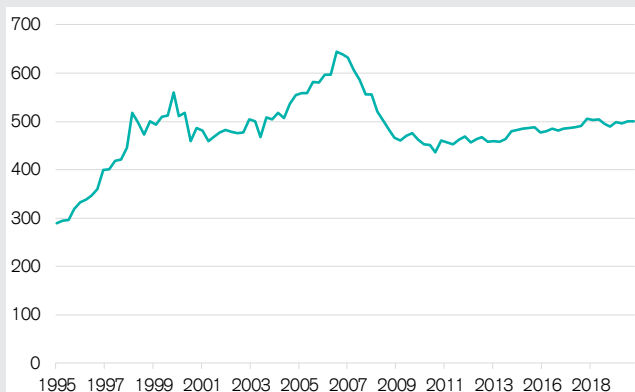
Inländische liquide Vermögenswerte in % der Bilanzsumme



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: März 2020.

**Abb. 3: ... haben ihre Bilanzen nicht übermässig verlängert ...**

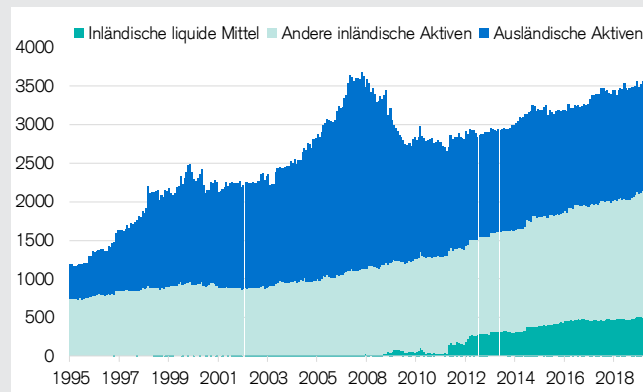
Bilanzsumme in % des Schweizer BIP



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 4. Quartal 2019

**Abb. 4: ... und ihr Exposure ggü. ausländischen Aktiven reduziert**

Bilanzsumme in Mrd. CHF



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: März 2020.

### **Banken entscheidend für Kanalisierung der Unterstützungspakete in die Wirtschaft**

Die heftigen Finanzmarkturbulenzen, die durch das Übergreifen von COVID-19 auf Europa und die USA Ende Februar, Anfang März ausgelöst wurden, hatten dennoch abermals ein hohes Mass an Stress im Bankensektor zur Folge. Es waren entschlossene Schritte der Zentralbanken erforderlich, um Liquiditätssengpässe bei Banken und ihren Kunden zu lindern sowie die Finanzmärkte zu stabilisieren. Sobald diese Stabilisierung erreicht war, vermochten die Banken jedoch eine Schlüsselrolle bei der Unterstützung der fiskal- und geldpolitischen Reaktionen auf die COVID-19-Krise wahrzunehmen, und zwar sowohl im Ausland als auch in der Schweiz. Eine der wichtigsten Massnahmen, die von der Schweizer Regierung umgesetzt wurde, um die Schäden infolge der Pandemie zu begrenzen, bestand in der Gewährung umfassender Garantien für Kredite (COVID-Kredite) an kleine und mittlere Unternehmen (KMU) in Gesamthöhe von bis zu CHF 40 Mrd. (5.7% des BIP). Um derartige Kredite so rasch wie möglich vergeben zu können, stellten die Banken ihre Infrastruktur und ihre Ressourcen zu Verfügung. Dies ermöglichte es Unternehmen, erste Kredite bereits sechs Tage nach Ankündigung dieser Massnahmen durch den Bundesrat zu beziehen.

### **Banken verlängerten ihre Bilanzen, statt dass der Bund Mittel beschaffte**

Die COVID-Kredite wurden formell von den Banken vergeben, aber mehrheitlich vom Bund garantiert. Aus wirtschaftlicher Perspektive war es folglich im Grunde der Staat, der die Kredite bereitstellte. Die Rolle der Banken war aber dennoch von entscheidender Bedeutung. Denn erstens nehmen die KMU bei ihren Hausbanken Kredit auf, was den administrativen Aufwand auf Bundesebene erheblich reduzierte. Zweitens wurden diese COVID-Kredite in den Bilanzen der Banken verbucht, sodass sie effektiv von Letzteren finanziert werden. Damit blieb es dem Bund zumindest anfänglich erspart, mit neuen Anleihen an den Kapitalmarkt zu gelangen. Derweil haben die Banken in Bezug auf den Gesamtumfang der vergebenen Kredite ein Mitbestimmungsrecht, weil sie ihre Bilanzen nicht unbegrenzt verlängern können und daher möglicherweise auf andere Kreditaktivitäten haben verzichten müssen. Ein weiterer beschränkender Faktor war, dass die Finanzierungskosten der Banken über jenen des Bundes liegen. Indes scheinen sich diese Beschränkungen nicht limitierend auf den Umfang der gewährten COVID-Kredite ausgewirkt zu haben – wohl nicht zuletzt, weil der Grossteil der Kredite auf diejenige Kreditfazilität entfiel, die vollumfänglich vom Bund gedeckt wird.

## **Trotz Krise sollten Verluste auf Inlandkrediten begrenzt ausfallen**

### **Schulden von Nicht-Finanzunternehmen in der Schweiz könnten auf rund 130% des BIP steigen**

Wie wird sich die COVID-Krise auf die Bilanzen der Banken und ihre Kunden auswirken? Die Gesamtschulden von Nicht-Finanzunternehmen in der Schweiz (definiert als Kredite und Schuldtitel) beliefen sich per Ende des 3. Quartals 2019 auf 122% des jährlichen BIP des Landes. Dieser Anteil ist im internationalen Vergleich erhöht, was aber im Wesentlichen an der Präsenz vieler multinationaler Unternehmen in der Schweiz liegt, die sich typischerweise an den globalen Märkten finanzieren. Kredite von Inlandbanken zeichnen nur für rund ein Drittel des Totals (43% des BIP) verantwortlich und bestehen hauptsächlich aus Hypotheken (33% des BIP). Unter der Annahme, dass die KMU die COVID-Kreditgarantien gänzlich ausschöpfen werden, wird das Verhältnis von Schulden zu BIP unseren Schätzungen zufolge bis Ende Jahr auf rund 130% steigen. Da das



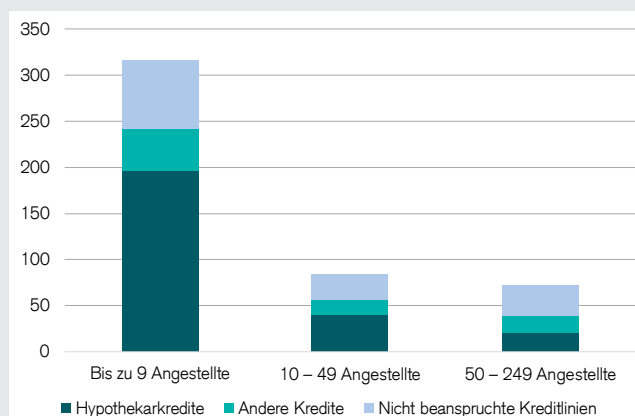
Schweizer BIP 2020 voraussichtlich substanziell schrumpfen wird, könnte diese Kennzahl sogar noch höher ausfallen. Weil die KMU wohl nur Kredite inländischer Banken beanspruchen werden, wird der Anteil inländischer Kredite am stärksten steigen. Per Ende März 2020 nahmen die Bankkredite, die an KMU (d.h. Firmen mit bis zu 249 Angestellten, darunter auch kleinere Finanzinstitute) vergeben wurden, auf CHF 337 Mrd. oder rund 48% des BIP zu, wobei es sich bei CHF 256 Mrd. um Hypothekenkredite handelte (vgl. Abb. 5). Darüber hinaus verfügten die KMU über nicht beanspruchte Kreditlinien in Höhe von CHF 135 Mrd.

### Kreditverluste im inländischen KMU- Segment dürften trotz tiefer Rezession beschränkt bleiben

Unter der Annahme, dass sich die COVID-Kredite in diesem Segment konzentrieren, würden sich die Schulden (ohne Hypotheken) der KMU signifikant erhöhen, nämlich von CHF 73 Mrd. (per Ende Februar) auf rund CHF 113 Mrd. oder etwa 16% des BIP. Nicht alle KMU dürften in der Lage sein, diese Kredite vollumfänglich zu bedienen. Solange notleidende Kredite schwergewichtig in jener Kreditfazilität auftreten, die zu 100% vom Bund garantiert wird, werden die Gewinne der Banken jedoch nicht beeinträchtigt. Letzteres wäre erst dann der Fall, wenn Unternehmen Kredite von über CHF 500'000 ausfallen liessen, die der Bund nur bis zu 85% verbürgt. Darüber hinaus könnte die durch die COVID-19-Krise ausgelöste Rezession auch zu Zahlungsausfällen bei Unternehmen führen, die keine staatlich garantierten Kredite aufgenommen haben. Nach früheren Rezessionen nahmen die notleidenden Kredite üblicherweise ebenfalls zu, obschon das Ausmass des Anstiegs nach den diversen Konjunkturerinbrüchen jeweils ziemlich unterschiedlich ausfiel. Nachdem die Spekulationsblase am Schweizer Immobilienmarkt Ende der 1980er-Jahre geplatzt war, schrieben die Inlandbanken zwischen 1991 und 1996 8.5% ihrer Kreditportfolios ab<sup>1</sup>, wobei sich die Verluste auf an Privathaushalte vergebene Hypotheken konzentrierten. Im Gegensatz dazu nahmen die notleidenden Kredite nach der globalen Finanzkrise ausgehend von 0.77% im Jahr 2007 auf lediglich 0.95% des Kredittotals im Jahr 2008 zu, und 2009 stiegen sie gemäss Financial Soundness Indicators des Internationalen Währungsfonds (IWF) auch nur auf 1.12% des Gesamtbestands (vgl. Abb. 6). Selbstverständlich sind darin Verluste, die in der globalen Finanzkrise auf ausländischen (vornehmlich US-)Vermögenswerten (ohne Kredite) anfielen, nicht berücksichtigt. Die Rezession des Jahres 2020 dürfte zwar tiefer sein als gewisse Einbrüche der Nachkriegszeit, sie wird sich aber wohl auch als kurzlebiger erweisen. Zudem finanzieren Schweizer KMU ihre Investitionen laut einer Umfrage der Credit Suisse von 2015 vorzugsweise mit Eigenkapital, was darauf hindeutet, dass ihre Bilanzen vor Beginn der Rezession in guter Verfassung waren. Auch wenn die Erholung von der Rezession nicht besonders schnell erfolgen sollte, rechnen wir mit nur moderaten Verlusten im Geschäft mit inländischen Unternehmenskrediten (wir analysieren den Hypothekenmarkt nachstehend).

Abb. 5: Bankkredite an KMU, nach Unternehmensgrösse

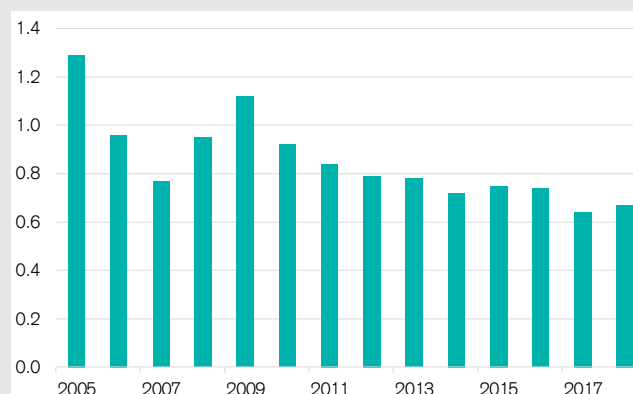
In Mrd. CHF



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: März 2020.

Abb. 6: Notleidende Kredite auf sehr niedrigem Niveau

In % der Bruttokredite



Quelle: Financial Soundness Indicators des IWF, Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 2018.

<sup>1</sup> Birchler, U. (2007), Die Entwicklung im Bankensektor, in «Die Schweizerische Nationalbank 1907 – 2007». Schweizerische Nationalbank (Hrsg.)

**Dank extrem tiefer Zinsen und restriktiver Kreditvergabe in den letzten Jahren sollten Verluste im Hypothekengeschäft sehr beschränkt bleiben**

Das mit Abstand grösste Inlandexposure der Schweizer Banken findet sich im inländischen Immobiliensektor. Die insgesamt im Inland vergebenen Kredite belaufen sich auf 170% des Schweizer BIP, wobei es sich bei 149% des BIP um Hypothekenkredite handelt, die wiederum einen Anteil von rund 30% an den Aktiven der Banken darstellen. Es scheint uns jedoch unwahrscheinlich, dass die COVID-19-Krise substanzielle Verluste im Hypothekengeschäft nach sich ziehen wird. Ein Grossteil der Hypotheken (rund 75% des Totals) wurde an private Schuldner vergeben. Weil zudem die Hypothekenzinsen extrem tief sind und Käufer mit niedrigerem Einkommen infolge der hohen Immobilienpreise und der verschärften Beleihungsregeln aus dem Markt gedrängt wurden, sollten die Ausfälle in diesem Bereich minimal bleiben. Im Geschäftsimmobiliensegment setzen institutionelle Anleger bei der Finanzierung üblicherweise nur in beschränktem Umfang auf Fremdkapital. Trotzdem weisen die Banken auch gegenüber diesem Segment ein gewisses Exposure auf. Bei Detailhandels- und Hotelobjekten dürften die Risiken höher sein, zumal diese beiden Sektoren von der COVID-19-Pandemie besonders stark betroffen sind. Allerdings zeichnen sie nur für 9% des Werts aller Geschäftsimmobilien in der Schweiz verantwortlich. Darüber hinaus liegt die Belehnungsquote im Durchschnitt unter 66%, sodass die Banken hier einen gewissen Puffer haben. Daher sollten die Verluste auf derartigen Krediten unserer Meinung nach ebenfalls beschränkt ausfallen. Derweil wird sich der Büroflächensektor voraussichtlich besser behaupten können als Detailhandels- und Hotelimmobilien. Folglich sollten die Ausfallrisiken in diesem Sektor begrenzt sein. Es könnten gewisse Verluste auf KMU-Hypotheken auftreten, wenn diese Unternehmen anderweitige Rückschläge erleiden. Die staatlich garantierten COVID-Kredite könnten diesem Segment jedoch indirekte Unterstützung bieten. Und zu guter Letzt ist die Fremdfinanzierung in jenem Immobiliensegment mit dem höchsten Überangebot, nämlich bei den Mietobjekten, allgemein sehr niedrig, weil entsprechende Projekte in der Regel von grossen institutionellen Anlegern finanziert werden. Unter dem Strich glauben wir daher, dass die Verluste im Zusammenhang mit Immobilien trotz der Schwere der Rezession eher beschränkt bleiben werden.

**Schwächeres Kreditwachstum spricht gegen Reaktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers nach der Krise**

Was die Vergabe neuer Immobilienkredite anbelangt, wird die Deaktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers durch den Bundesrat im Prinzip dazu beitragen, eine Straffung der Kreditbedingungen zu verhindern. In der Praxis dürfte jedoch die Nachfrage nach neuen Hypothekenkrediten nur langsam wieder anziehen, wenn die Rezession endet. Mit der Deaktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers soll den Banken mehr Spielraum zugestanden werden, um über die von den Staatsgarantien abgedeckten Bereiche hinaus Kredite zu gewähren. Da sich auch die Vergabe derartiger Kredite nur sehr graduell erholen dürfte, weil sich Unternehmen und Haushalte zuerst auf die Stärkung ihrer Cash-Positionen konzentrieren werden, scheint auf absehbare Zukunft kaum etwas dafür zu sprechen, den antizyklischen Kapitalpuffer wieder auf sein Vorkrisenniveau zu reaktivieren. Die COVID-19-Krise hat dem Kreditboom, der in den letzten Jahren in gewissen Bereichen im Gange war, sicherlich zumindest vorübergehend ein Ende gesetzt.

**Verluste auf ausländischen Vermögenswerten nicht mit jenen der globalen Finanzkrise vergleichbar**

Derweil sollten sich die Verluste der Schweizer Banken auf im Ausland vergebenen Krediten auf einen Bruchteil der während der globalen Finanzkrise erlittenen Einbussen beschränken. Effektiv verfügen die hiesigen Banken über ein beschränktes Exposure im Geschäft mit ausländischen Privat- oder einfachen Unternehmensdarlehen. Allerdings sind Verluste auf ausländischen Aktiven dennoch wahrscheinlich; ihr Ausmass wird vom Exposure der jeweiligen Banken gegenüber von der Krise besonders hart betroffenen Bereichen abhängen. Zum aktuellen Zeitpunkt ist es jedoch schwierig, die krisenbedingten Verluste genauer zu beziffern.

## **Margen im traditionellen Kreditgeschäft werden unter Druck bleiben**

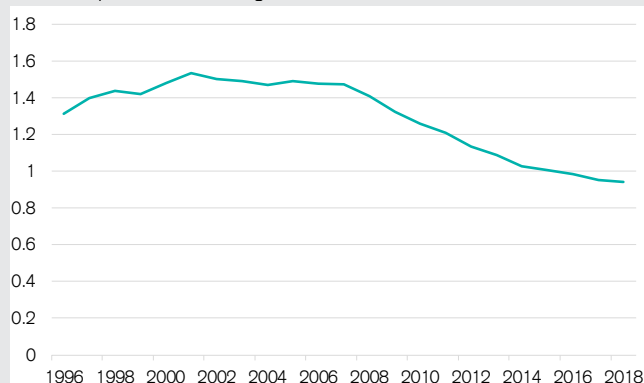
**Während längerer Zeit tiefe Zinsen, flache Renditekurven und verhalteneres Kreditwachstum werden Rentabilität belasten**

In den letzten zehn Jahren sind die Zinsmargen beträchtlich gesunken (vgl. Abb. 7). Die Banken haben dies kompensiert, indem sie die Volumen ihrer Hypothekarkredite erhöhten (vgl. Abb. 8). In der Folge sind ihre Nettozinserträge weitgehend konstant geblieben. Die Perspektiven für das Kreditgeschäft der Banken sind unseres Erachtens nicht besonders vielversprechend. Das Hypotheken- und das weiter gefasste Kreditgeschäft werden künftig wohl keine grösseren Beiträge zur Rentabilität leisten, und zwar auch dann nicht, wenn sich die Wirtschaft vollumfänglich erholt hat. Die globale Rezession wird einen Anstieg der Konsumentenpreise höchstwahrscheinlich verhindern, und die Realzinsen dürften ebenfalls gedrückt bleiben. Die Zinsen sollten daher unserer Einschätzung zufolge auch künftig sehr niedrig sein und folglich die Zinsmargen der Banken belasten. Dies impliziert darüber hinaus, dass sich die Renditekurven nur beschränkt versteilern sollten, was die Gewinne der Banken fortgesetzt beeinträchtigen wird. Gleichzeitig dürfte sich das Wachstum im Hypotheken- und Unternehmenskreditgeschäft zumindest vorübergehend verlangsamen. Bin-

nenwirtschaftlich ausgerichtete Banken sollten daher eine temporäre Verschlechterung ihrer Rentabilität verzeichnen.

**Abb. 7: Zinsmargen rückläufig**

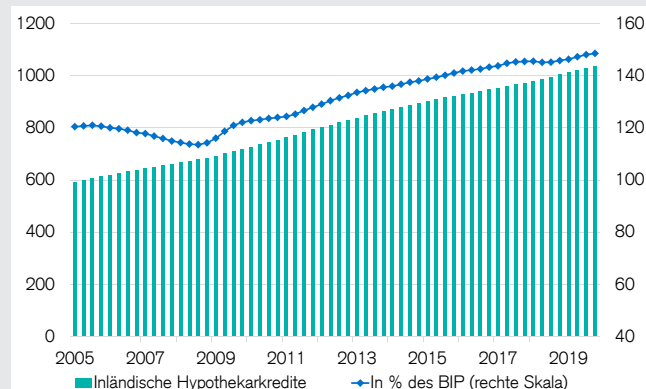
Nettozinserträge, in % der Bilanzsumme. Das Sample umfasst Kantonalbanken, Sparkassen und Regionalbanken sowie Raiffeisenbanken.



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 2018.

**Abb. 8: Wachstum im Hypothekengeschäft**

In Mrd. CHF und in % des BIP (rechte Skala)



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Datastream, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 4. Quartal 2019

## Vermögensverwaltung von Trend zu institutionellen Kunden geprägt

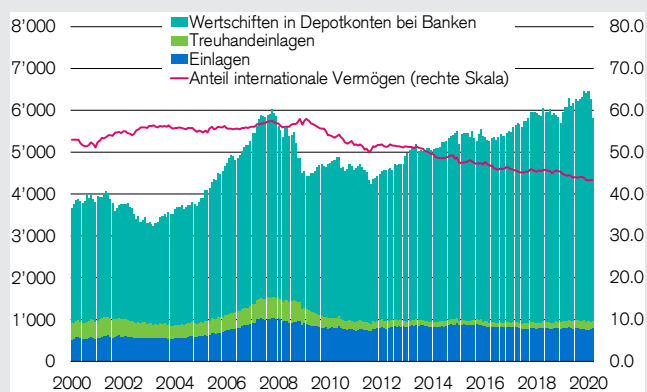
### Stärkeres Wachstum im inländischen Vermögensverwaltungsmarkt, Trend zu institutioneller Kundenbasis

In der Vermögensverwaltung setzten die verwalteten Vermögen in der Schweiz ihr Wachstum bis zum Ausbruch der COVID-19-Pandemie fort. Gemäss unseren Schätzungen erreichten sie im November 2019 ein neues Allzeithoch von CHF 6.4 Bio. Allerdings ging der Anteil ausländischer Vermögen, die aus der Schweiz verwaltet wurden, auf 43% zurück, während der Rest auf in der Schweiz ansässige Investoren entfiel (vgl. Abb. 9). Damit bleibt die Schweiz zwar das führende Zentrum für die Offshore-Vermögensverwaltung, gemäss Boston Consulting Group holen Hongkong und Singapur aber rasch auf. Derweil hat sich die Struktur der Kundenbasis in der Offshore-Vermögensverwaltung in der Schweiz dramatisch verändert: Zu Beginn der 2000er-Jahre zeichneten institutionelle Kunden für rund 25% der Offshore-Vermögen verantwortlich, doch ist dieser Anteil laut unseren Schätzungen auf zurzeit über 70% gestiegen. In der Onshore-Vermögensverwaltung präsentiert sich der Trend ganz ähnlich, nahm doch der Anteil institutioneller Vermögen im selben Zeitraum von knapp unter 50% auf über 70% zu. Die Verwaltung institutioneller Vermögen weist typischerweise wesentlich grössere Volumen pro Kunde, aber auch tiefere Margen auf. Der Trend hin zu institutionellen Vermögen hat daher wahrscheinlich zur Margenerosion im Vermögensverwaltungssektor beigetragen (vgl. Abb. 10). Allerdings hängt die Performance von Vermögensverwaltern sehr stark von ihrer Grösse ab. Gemäss KPMG erzielten die Grossbanken (d.h. Institute mit verwalteten Vermögen von über CHF 25 Mrd.) eine bessere Wertentwicklung, die auch in einem deutlich tieferen Aufwand-Ertrag-Verhältnis zum Ausdruck kommt. Des Weiteren stellt die Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft fest, dass die Akteure, die sie selbst als «starke Performer» definiert, alle ein verwaltetes Vermögen von über CHF 100 Mrd. aufweisen.



**Abb. 9: Verwaltete Vermögen erreichen 2019 ein Allzeithoch, aber der Anteil des Offshore-Geschäfts ist rückläufig**

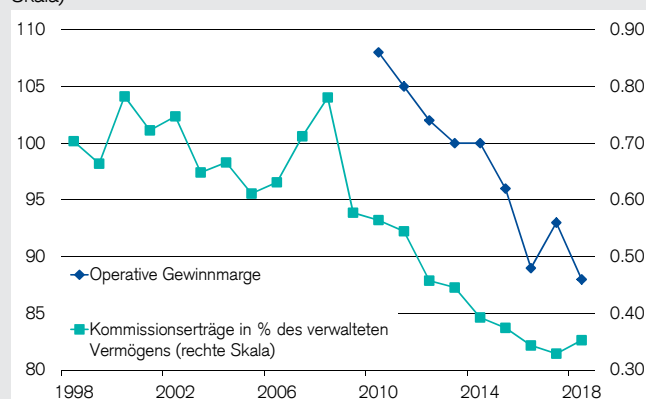
In Mrd. CHF und in % des verwalteten Gesamtvermögens (rechte Skala)



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: März 2020.

**Abb. 10: Stabilisierung, aber keine Erholung der Margen**

In Basispunkten und in % des verwalteten Gesamtvermögens (rechte Skala)



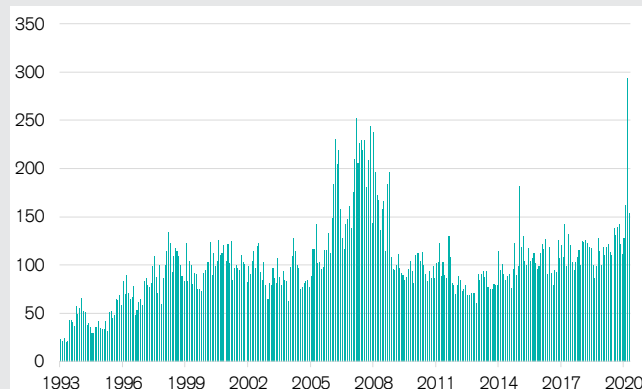
Quelle: KPMG, Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 2018.

### Vorübergehender starker Anstieg der Handelsumsätze wird Margen nicht grundlegend verändern

Die COVID-19-Krise hat sich in zweierlei Hinsicht unmittelbar auf die Vermögensverwaltung ausgewirkt: Erstens reduzierte sie den Wert der verwalteten Vermögen, weil die Kurse von Finanzanlagen einbrachen. Die beispiellosen Reaktionen der Zentralbanken und der fiskalischen Behörden weltweit haben sicherlich zur Eindämmung dieser Verluste beigetragen, es ist jedoch eher unwahrscheinlich, dass sich die Kurse dieser Finanzanlagen in der kürzeren Frist vollumfänglich erholen. Da die verwalteten Vermögen für eine Weile tiefer sein dürften, werden auch die wiederkehrenden Erträge in der Vermögensverwaltung tiefer ausfallen. Hingegen haben die einbrechenden Kurse von Finanzanlagen den Handel mit Wertchriften sprunghaft zunehmen lassen. Die Schweizer Aktienbörse beispielsweise verzeichnete im März 2020 den besten Monat ihrer Geschichte (vgl. Abb. 11). Steigende Handelsumsätze werden die Erträge von Banken mit Handelsaktivitäten vorübergehend erhöhen. Allerdings gibt es keinen Grund zur Annahme, dass die Handelsvolumen permanent höher bleiben werden. Der Druck auf die Margen in der Vermögensverwaltung dürfte folglich generell anhalten, und die COVID-19-Krise wird in dieser Hinsicht keine grundlegenden Veränderungen bewirken. Auf längere Sicht, wenn sich das nominale BIP-Wachstum normalisiert, sollten die verwalteten Vermögen allerdings wieder expandieren und den Vermögensverwaltern neue Wachstumsgelegenheiten eröffnen.

**Abb. 11: Sprunghafter Anstieg der Handelsvolumen an der Schweizer Börse im März 2020**

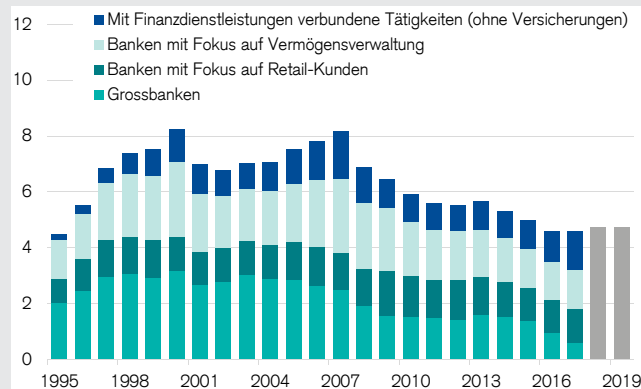
Umsatz Wertchriftenhandel in Mrd. CHF



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: April 2020.

**Abb. 12: Beitrag der Finanzdienstleistungen zum Schweizer BIP hat sich seit 2016 stabilisiert**

Bruttowertschöpfung in % des BIP



Quelle: Bundesamt für Statistik, Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: 2019. Für 2018 und 2019 war keine detaillierte Aufschlüsselung verfügbar.

### Underperformance gestoppt, moderates Wachstum sollte anhalten

Die globale Finanzkrise, und bis zu einem gewissen Grad auch die Eurokrise, haben im Schweizer Finanzsektor tief greifende Veränderungen hervorgerufen. Die COVID-19-Krise ist die grösste Herausforderung, mit der sich die Branche seit damals konfrontiert sieht. Die Konsequenzen der aktuellen Krise lassen sich zwar noch nicht vollumfänglich abschätzen, es scheint aber, dass sich

der Finanzsektor und die Banken im Besonderen diesmal als verlässliche Partner der fiskal- und geldpolitischen Behörden erwiesen haben, wenn es darum ging, die Hilfspakete in die reale Wirtschaft zu kanalisieren. Während die Verluste der Banken infolge der Rezession ziemlich beschränkt ausfallen dürften, haben die grundlegenden Herausforderungen für den Sektor jedoch Bestand. Die Geschäftsvolumen der Banken sollten sich erholen und auf den Wachstumspfad zurückkehren, aber die Margen in den beiden tragenden Säulen, d.h. im Kredit- und Vermögensverwaltungsgeschäft, werden voraussichtlich nicht steigen – nicht zuletzt, weil die Zinsen in der Schweiz negativ bleiben dürften. Vor der Krise gab es zögerliche Anzeichen für eine Stabilisierung der Margen in der Vermögensverwaltung. Wir rechnen damit, dass sich dieser Seitwärtstrend nach einem vorübergehenden Rückschlag fortsetzen wird. Zur Steigerung der Profitabilität ist eine konsequente Nutzung der Möglichkeiten der Digitalisierung Pflicht, sowohl an der Schnittstelle zum Kunden wie auch bei den rückwärtigen Prozessen.

## Anteil der Finanzdienstleister am Schweizer BIP dürfte stabil bleiben

**Anziehende Nachfrage nach Finanzdienstleistungen durch Effizienzsteigerungen und intensiveren Wettbewerb aufgewogen**

Derweil erwarten wir nicht, dass der Finanzplatz Schweiz im Bereich der Offshore-Vermögensverwaltung wieder Marktanteile hinzugewinnen wird. Umgekehrt rechnen wir aber auch nicht damit, dass der Schweizer Bankensektor innerhalb der Schweizer Wirtschaft Boden einbüßen wird. Banken könnten sich in der aktuellen Krise sogar als solider erweisen als andere Sektoren, was einen vorübergehenden Anstieg des Anteils von Finanzdienstleistungen am Schweizer BIP bewirken könnte. Die Bruttowertschöpfung der Branche hat sich seit 2016 stabilisiert, und wir haben kaum Grund zur Annahme, dass sich daran viel ändern sollte (vgl. Abb. 12): Fundamental gesehen wachsen die Vermögen mehr oder weniger im Gleichschritt mit dem BIP, während die Nachfrage nach Vermögensverwaltungsdienstleistungen anzieht und der Konkurrenzdruck steigt. Die letzteren beiden Faktoren dürften sich in etwa aufwiegen. Währenddessen belegt der zunehmende Anteil der mit Finanzdienstleistungen verbundenen Tätigkeiten (ohne Versicherungen), die von Innovationsdruck getrieben sind, dass weiterhin Wachstumsnischen existieren. Diese anteilmässige Zunahme ist wahrscheinlich auf die rasch expandierende Fondsbranche zurückzuführen, die in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung in der Rubrik «mit Finanzdienstleistungen verbundene Tätigkeiten» erfasst wird.

### Entwicklung der Versicherungsbranche

Der Anteil der Versicherungsbranche am Schweizer BIP ist im Verlauf der Zeit ausserordentlich stabil geblieben. Seit 1995 steuerte der Sektor fast jedes Jahr zwischen 4.0% und 4.5% zur hiesigen Wirtschaftsleistung bei. Dieser BIP-Anteil ist im internationalen Vergleich erhöht. In den USA zeichnet der Sektor nur für knapp unter 3.0% des BIP verantwortlich, in Grossbritannien für rund 1.2% und in Deutschland für weniger als 1.0%. Die Versicherungsbranche in der Schweiz hat sich markant verändert. Lebensversicherer tragen gemäss den jüngsten Daten weniger als 1.0% zum BIP bei, nachdem ihr Anteil Ende der 1990er-Jahre noch bei über 1.5% gelegen hatte. Im Gegenzug sind Nicht-Lebens- und Rückversicherer schnell gewachsen und steuern gegenwärtig 1.1% beziehungsweise 1.2% zum BIP bei.

Schweizer Versicherer sehen sich mit drei Herausforderungen konfrontiert. Die unmittelbarste Bedrohung ist natürlich die COVID-19-Krise. Laut einem Bericht von Swiss Re wird die Versicherungsbranche über drei Kanäle betroffen sein: über tiefere Zinsen und rückläufige Kurse von Finanzanlagen, die sich wiederum negativ auf die Kapitalausstattung und die Anlagerenditen der Branche auswirken werden. Mit Blick auf die Nicht-Lebensversicherer erwartet Swiss Re, dass deren Kredit- und Kautionsversicherungsgeschäft sowie die Schadenforderungen infolge von Event-Absagen und geschäftlichen Störungen am stärksten betroffen sein werden. Bei Lebensversicherern und Krankenkassen sind die Folgen der COVID-19-Krise ziemlich offensichtlich, wenn man sich vor Augen führt, wie sich Letztere auf die Sterblichkeit und das Gesundheitswesen auswirkt. Die zweite Herausforderung ist die Sättigung des Schweizer Markts. Die Haushalte geben im internationalen Vergleich bereits einen hohen Teil ihrer Einkommen für Versicherungsdienstleistungen aus. Gleichzeitig dürfte sich das potenzielle Wirtschaftswachstum in der Schweiz auf längere Sicht auf nicht über 1.0% belaufen, sodass das Wachstumspotenzial der Versicherer im Inlandmarkt ebenfalls beschränkt sein sollte. In einer ziemlich pessimistischen Studie von 2016 kam EY sogar zum Schluss, dass bis 2030 45% der Schweizer Versicherer ihr Geschäft aufgeben könnten. Die dritte und letzte Herausforderung ist der Klimawandel. Extreme Wetterereignisse und immer schwerwiegendere Katastrophen werden künftig für zunehmende Schäden sorgen, wie Swiss Re feststellte. Dies ist selbstverständlich sowohl für binnenwirtschaftlich ausgerichtete Versicherer als auch für globale Rückversicherer mit Sitz in der Schweiz relevant, zumal es sich bei der Schweiz laut S&P Global Rating und Intelligent Insurer gemessen an den gezeichneten Netto-Rückversicherungsprämien um den weltweit drittgrössten Rückversicherungsmarkt handelt.







# Punktuelle Anpassung zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit

Um weiterhin einen signifikanten Beitrag an Wertschöpfung und Beschäftigung leisten zu können, sind Banken auf ein adäquates regulatorisches Umfeld angewiesen. Dabei gilt es insbesondere den Marktzugang zu bewahren und auszubauen, steuerliche Hindernisse zu beseitigen und die prudenzielle Regulierung international abgestimmt umzusetzen.

## Marktzugang sicherstellen

### **Banken als wichtige Exporteure**

Der Finanzplatz ist ein wichtiger Teil der Exportnation Schweiz. Insbesondere im grenzüberschreitenden Geschäft mit vermögenden Privatkunden nimmt die Schweiz eine führende Stellung ein. Auch im Zeitalter der Steuertransparenz zeichnet sich die Schweiz durch ihre einzigartigen Stärken in der Vermögensverwaltung aus, zu denen insbesondere die hohe Beratungsqualität und die politische Stabilität zählen. Allerdings ist das regulatorische Umfeld für die Erbringung solcher Dienstleistungen in den vergangenen Jahren restriktiver geworden, was zu einer Einschränkung des Marktzugangs geführt hat. Die mit dem grenzüberschreitenden Vermögensverwaltungsgeschäft verbundene Wertschöpfung und Beschäftigung in der Schweiz werden dadurch gefährdet.

### **EU-Marktzugang von zentraler Bedeutung**

Insbesondere dem Zugang zum Binnenmarkt der Europäischen Union (EU) kommt eine zentrale Bedeutung zu. Gemäss Schätzungen der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) lassen Kundinnen und Kunden aus dem EU-Raum insgesamt fast CHF 1'000 Mrd. von Banken in der Schweiz betreuen. Weiter schätzt die SBVg, dass in der Schweiz rund 20'000 Angestellte in diesem Bereich arbeiten, der Steuereinnahmen von jährlich bis zu CHF 1.5 Mrd. generiert<sup>2</sup>. Die Bedeutung des europäischen Marktes belegen auch die Zahlen im Credit Suisse Global Wealth Report eindrücklich: Europa weist nach Nordamerika die weltweit grösste Population an Dollar-Millionären auf, die sich insbesondere in den Nachbarstaaten der Schweiz finden<sup>3</sup>. Restriktive Regeln hinsichtlich des Marktzugangs sind jedoch für den exportorientierten Schweizer Finanzplatz zunehmend ein Problem. Die nationale Gesetzgebung zahlreicher EU-Mitgliedstaaten erlaubt es

**Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich in Zukunft ändern.**

<sup>2</sup> Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg). 2019. Marktzugang für Schweizer Banken: Bedeutung und Perspektiven.

<sup>3</sup> Credit Suisse Research Institute. 2020. Global Wealth Report 2019.

Schweizer Banken heute oft nur sehr eingeschränkt, Privatkunden zu akquirieren und diese grenzüberschreitend zu betreuen. Durch bilaterale Verhandlungen mit ausgewählten EU-Mitgliedsstaaten wird versucht, dieser Erosion punktuell entgegenzuwirken.

### **Politisierung der EU-Äquivalenz- verfahren als Stolperstein**

Der Zugang zum EU-Markt wird den Schweizer Banken durch die aktuelle Diskussion über die Äquivalenz (Gleichwertigkeit) des Schweizer Finanzmarktrechts mit dem EU-Recht zusätzlich erschwert. Gemäss den bestehenden Drittstaatenregelungen im EU-Finanzmarktrecht kann die EU-Kommission den Zutritt zum Binnenmarkt in einzelnen, für den Schweizer Finanzplatz bedeutsamen Bereichen teilweise oder ganz gewähren – oder eben auch nicht. Ein Äquivalenzbeschluss erfolgt, wenn der Regulierungs- und Aufsichtsrahmen eines Drittstaates im betroffenen Bereich als gleichwertig anerkannt wird, wobei jedoch auch grundsätzliche politische Überlegungen eine immer wichtigere Rolle spielen (beispielsweise im Zusammenhang mit der Börsenäquivalenz).

Vor diesem Hintergrund hat der Schweizer Gesetzgeber einen mit der EU gleichwertigen Rechtsrahmen angestrebt, um den Zugang zum EU-Binnenmarkt zu ermöglichen. Dieses Ziel wurde insbesondere im Bereich des Anlegerschutzes mit der Einführung des Finanzdienstleistungsgesetzes (FIDLEG) und des Finanzinstitutsgesetzes (FinIG) verfolgt, die den Kernanliegen der entsprechenden EU-Vorschriften (insbesondere EU-Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, MiFID II) Rechnung tragen. Diese Bemühungen führten jedoch bisher nicht im angestrebten Umfang zu positiven Äquivalenzklärungen durch die EU-Kommission.

### **InstA sorgt für ge- regelte Beziehungen zur EU**

Darüber hinaus bringt die im Falle der Börsenäquivalenz erfolgte Instrumentalisierung des Äquivalenzregimes für politische Zwecke durch die EU-Kommission grosse Unsicherheiten für die betroffenen Akteure mit sich. Aus Sicht des Schweizer Finanzplatzes ist es deshalb wichtig, dass die Schweiz den baldigen Abschluss eines mehrheitsfähigen institutionellen Rahmenabkommens (InstA) mit der EU anstrebt, um im Verhältnis mit dem für die Schweiz bedeutendsten Wirtschaftsraum zu geregelten Verhältnissen mit einem berechenbaren Mechanismus zur Streitbeilegung zu gelangen.

Die aktuelle Politisierung der Äquivalenzverfahren würde bei Abschluss eines InstA tendenziell an Relevanz verlieren, was letztlich dem gegenseitigen Austausch von Finanzdienstleistungen zugutekäme. In einem geordneten institutionellen Rahmen könnten mittel- und langfristig weitere praktikable Marktzugangslösungen entwickelt werden, um den Zugang zum EU-Raum für Schweizer Banken dauerhaft zu sichern und zu verbessern.

### **Brexit als Chance und Risiko**

Der Brexit und die darauffolgenden Verhandlungen über die zukünftigen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und den verbleibenden 27 EU-Mitgliedern (EU-27) bergen sowohl Risiken als auch Chancen für die Schweiz. Zum einen wird die EU den Austrittsverhandlungen mit dem Vereinigten Königreich 2020 hohe Priorität einräumen. Es ist zu erwarten, dass dies auch die künftigen Beziehungen der EU mit anderen Drittlandstaaten wie der Schweiz stark beeinflussen wird. Zum anderen bietet der Brexit aber auch die Chance, das bilaterale Verhältnis zwischen der Schweiz und dem Vereinigten Königreich neu zu definieren und zu vertiefen. Für die Schweizer Finanzdienstleistungsbranche bietet sich die Gelegenheit, Erleichterungen im Bereich Marktzugang anzustreben. In einem kürzlich publizierten gemeinsamen Positionspapier sprechen sich der Dachverband der Schweizer Wirtschaft economiesuisse und der britische Branchenverband TheCityUK für einen Ansatz der gegenseitigen Anerkennung der jeweiligen relevanten nationalen aufsichtsrechtlichen Anforderungen (mutual recognition) aus. Zudem sollen auch Bereiche wie Datenschutz und Cyberrisiken in einer zukünftigen Vereinbarung enthalten sein<sup>4</sup>.

### **Märkte ausserhalb Europas gewinnen an Bedeutung**

Für global tätige Schweizer Banken gewinnen Märkte ausserhalb Europas immer mehr an Bedeutung. So schätzte der Credit Suisse Global Wealth Report 2019, dass die Zahl der Dollar-Millionäre im Raum Asien-Pazifik (inkl. China) diejenige in Europa bereits 2024 übersteigen könnte. Die COVID-19 Krise wird ohne Zweifel das Wachstum der Vermögen vorübergehend beeinträchtigen, nicht zuletzt in anderen Regionen, wie etwa dem Nahen Osten oder Lateinamerika. Längerfristig sollte das Wachstum jedoch in den Schwellenländern jenes in den Industrieländern wieder übertreffen. Parallel zu den Bemühungen auf europäischer Ebene sollte die Schweiz folglich mit relevanten Zielmärkten in Asien, Osteuropa, dem Nahen Osten und Lateinamerika bilaterale Übereinkünfte zur Verbesserung des Marktzugangs anstreben.

<sup>4</sup> Economiesuisse & TheCityUK. 2020. Future-proofing the UK-Swiss Financial and Related Professional Services Relationship.

Abb. 1: Mehrstufiges Vorgehen und praktikable Lösungen für Marktzugang notwendig

	Kurzfristig	Langfristig
EU-27	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Anpassung der Schweizer Regulierung, um mittels Äquivalenz selektiven Marktzugang zu erleichtern</li><li>▪ Entpolitisierter und prinzipienbasierter Prozess zur Anerkennung der Äquivalenz auf EU-Ebene</li><li>▪ Verbesserung des bilateralen Marktzugangs zu Schlüsselländern (bspw. Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und Luxemburg)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Optionen für dauerhafte Sicherung und Verbesserung des Marktzugangs für Finanzdienstleister anstreben</li></ul>
Rest der Welt	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Zwischenstaatliche Lösung (z.B. Freihandelsabkommen, Steuerabkommen, Finanzdialog) zur Verbesserung des Marktzugangs mit Schlüsselländern wie z.B. Vereinigtes Königreich, Russland, Israel und Brasilien</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Längerfristiger Ausbau und Vertiefung der bilateralen Beziehungen mit Schlüsselländern ausserhalb Europas</li></ul>

Quelle: Credit Suisse

## Empfehlungen

### Regierung, Parlament und Aufsichtsbehörden:

- Abschluss eines mehrheitsfähigen institutionellen Rahmenabkommen mit der EU.
- Wahrung der guten Beziehungen mit dem Vereinigten Königreich nach dem Brexit und bis zum Ende der Übergangsphase; anschliessend Vertiefung der bilateralen Beziehungen mit Schwerpunkt auf Verbesserung des Marktzugangs für Finanzdienstleistungen.
- Verbesserung des bilateralen Marktzutritts zu Kernmärkten im EU-/EWR-Raum sowie ausserhalb der EU mittels entsprechender Abkommen verbessern und mittel- bis langfristig ausbauen.
- Enge Involvierung der Finanzbranche bei der Verbesserung der aktuellen Bedingungen und der Ausarbeitung von langfristig praktikablen Marktzugangslösungen.
- Weiterentwicklung und Intensivierung des (Finanz-)Dialogs mit ausländischen Behörden und Regulatoren

### Wirtschaft und Banken:

- Frühzeitige Identifikation von Marktzutritts Hindernissen und aktive Mitarbeit bei der Suche und Erarbeitung von praktikablen Marktzugangslösungen im Rahmen der bestehenden Gremien.
- Sensibilisierung von Politik und Öffentlichkeit hinsichtlich der Bedeutung des Marktzugangs zur EU für den Finanzplatz und den Wirtschaftsstandort Schweiz.

## Steuerliche Herausforderungen zügig angehen

### Für den Finanzplatz schädliche Steuern abbauen

Am 19. Mai 2019 hat die Schweizer Stimmbevölkerung die Stimmvorlage zur Steuerreform und AHV-Finanzierung (STAF) deutlich angenommen und sich damit für ein weiterhin international wettbewerbsfähiges Steuersystem für Unternehmen ausgesprochen. Nach dieser Entscheidung gilt es nun, steuerliche Nachteile für den Finanzplatz abzubauen und dadurch dessen Wettbewerbsfähigkeit zu stärken. Der aktuellen Situation des Bundeshaushalts ist dabei Rechnung zu tragen, allenfalls durch ein gestaffeltes Inkrafttreten der geforderten Massnahmen.

## **Abschaffung der Stempelabgaben vorantreiben, ...**

Ein seit Jahren geforderter Schritt ist die Abschaffung der Stempelabgaben. Diese Steuern werden vom Bund auf die Ausgabe und den Handel von Wertschriften sowie die Zahlung von Versicherungsprämien erhoben und wurden zur Zeit des Ersten Weltkriegs eingeführt, um neue Einnahmequellen zu erschliessen. Über hundert Jahre später werden noch immer drei unterschiedliche Arten von Stempelabgaben erhoben: die Emissionsabgabe auf die Ausgabe von Eigenkapital, die Umsatzabgabe auf den Handel mit inländischen und ausländischen Wertpapieren sowie der Versicherungsstempel.

## **... Kapitalmarkt stärken und Wachstumsimpulse auslösen**

Die Stempelabgaben hemmen eigenkapitalfinanzierte Investitionen, da sie entsprechende Emissionen verteuern. Dies führt wiederum dazu, dass durch Investitionen ausgelöste Wachstumsimpulse reduziert werden. Darüber hinaus wirken sich die Abgaben negativ auf die Attraktivität des Schweizer Kapitalmarktes aus, weil keiner der wichtigen Konkurrenzfinanzplätze, wie beispielsweise das Vereinigte Königreich, die USA, Singapur oder Hongkong, eine vergleichbare Abgabe kennt. Für die Schweiz als internationaler Finanzplatz ist ferner die Umsatzabgabe auf ausländischen Wertschriften besonders nachteilig, da aufgrund der Belastung in der Schweiz und allfälliger Steuern in den Ausgabeländern eine Doppelbelastung droht. Die Emissionsabgabe steht zudem als Ex-ante-Besteuerung im Widerspruch zum verfassungsmässigen Prinzip der Besteuerung nach wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit. Die Abschaffung der Abgaben würde somit nicht nur einen Wettbewerbsnachteil beseitigen, sondern auch zu einer Belebung der Schweizer Volkswirtschaft beitragen. Eine Analyse des Wirtschaftsforschungsinstituts BAK Economics zeigt, dass die Abschaffung der Stempelabgaben zu einer Steigerung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) führen würde, welche die Steuerausfälle infolge der Abschaffung der Abgaben langfristig kompensieren könnte<sup>5</sup>.

## **Parlament hat Handlungsbedarf erkannt**

Die negativen Auswirkungen der Stempelabgaben auf die Wettbewerbsfähigkeit werden auch auf politischer Ebene seit längerer Zeit diskutiert. Die FDP hat bereits im Jahr 2009 die aktuell im Parlament hängige parlamentarische Initiative «Stempelsteuer schrittweise abschaffen und Arbeitsplätze schaffen» eingereicht. Der Vorstoss wurde von der vorberatenden Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrats (WAK-N) in zwei Entwürfe unterteilt: einerseits die Abschaffung der Emissionsabgabe, andererseits die Abschaffung der Umsatz- und der Versicherungsabgaben. Nachdem die STAF angenommen wurde, sprach sich die WAK-N für eine zweistufige Abschaffung der Umsatz- und Versicherungsabgaben aus. Das entsprechende Vernehmlassungsverfahren wurde am 16. Januar 2020 durch die WAK-N gestartet (vgl. Abb. 2). Die Abschaffung der Umsatzabgabe auf inländische Anleihen wird zudem auch vom Bundesrat in der Vorlage zur Reform der Verrechnungssteuer vorgeschlagen (vgl. unten).

## **Reformbedarf auch bei der Verrechnungssteuer**

Neben dem Vorstoss zur Abschaffung der Stempelabgaben sind auch die jüngsten Reformbestrebungen im Bereich der Verrechnungssteuer zu begrüßen. Nachdem bereits zwei frühere Versuche zur Reform der Verrechnungssteuer gescheitert sind, gilt es hier zügig eine praktikable Lösung zu finden. Der Anfang April 2020 vom Bundesrat in die Vernehmlassung gegebene Reformvorschlag soll den Fremdkapitalmarkt Schweiz stärken, indem inländische juristische Personen und ausländische Anlegerinnen und Anleger von der Verrechnungssteuer auf Schweizer Zinsanlagen befreit und die Umsatzabgaben auf inländischen Anleihen abgeschafft werden. Dieser Schritt ist zu begrüßen. Ausländische Anleger meiden grundsätzlich Anleihen, die mit einer Verrechnungssteuer belastet sind, und zwar selbst dann, wenn eine vollständige Rückerstattung möglich ist. Dies aufgrund des temporären Liquiditätsentzugs durch den Verrechnungssteuerabzug sowie des mit der Rückforderung verbundenen administrativen Aufwands. Für die Banken resultieren aus der Reform neue Aufgaben. Bei der Ausarbeitung des neuen Verrechnungssteuersystems ist deshalb auf eine einfache Ausgestaltung, eine Begrenzung der Haftung für die Banken sowie deren Entschädigung für den Umsetzungsaufwand zu achten.

**Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich in Zukunft ändern.**

<sup>5</sup> BAK Economics. 2019. Volkswirtschaftliche Auswirkungen einer Reform der Stempelabgaben und Verrechnungssteuer.



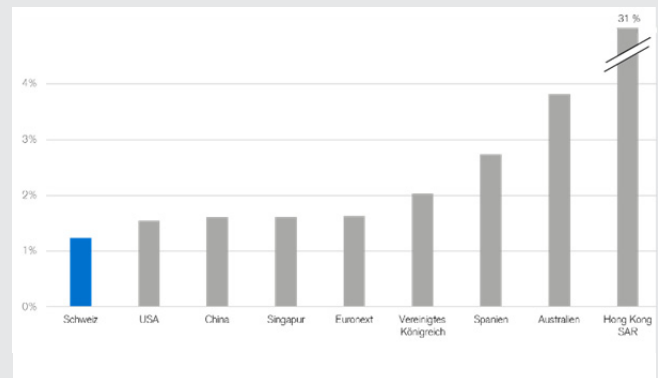
Abb. 2: Schrittweise Abschaffung der Stempelabgaben



Quelle: Credit Suisse

Abb. 3: Schweiz hinkt bei Eigenkapitalemissionen hinterher

Durchschnittliche Eigenkapitalemission 2008 – 2016 (in % des BIP)



Quelle: Beirat Zukunft Finanzplatz

## Empfehlungen

### Regierung, Parlament und Aufsichtsbehörden:

- Zügiges Vorantreiben der Bestrebungen zur Abschaffung der Stempelabgaben.
- Angemessener Einbezug der Banken bei der Ausarbeitung des neuen Verrechnungssteuersystems und Berücksichtigung folgender Eckwerte: Einfachheit in der Ausgestaltung, Begrenzung der Haftung für Zahlstellen sowie Entschädigung für Zahlstellen.

### Wirtschaft und Banken:

- Verstärktes Einbringen der Emittenten und Banken in die Diskussion zur Förderung des Schweizer Kapitalmarkts.
- Aktives Mitwirken an der Erarbeitung einer praktikablen und zielführenden Lösung für die Reform der Verrechnungssteuer.

## Prudenzielle Regulierung umsichtig finalisieren

### COVID-19 führt zu Verschiebung von Umsetzungsfristen

Der Ausbruch von COVID-19 hat auch Auswirkungen auf die Umsetzung der noch ausstehenden Bestandteile des Regelwerks «Basel III». So entschied der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) am 27. März 2020, die Umsetzungsfrist für diese bedeutenden Bestimmungen der Bankenregulierung um ein Jahr auf den 1. Januar 2023 zu verschieben. Damit sollen die operativen Kapazitäten der Banken und der Aufsichtsbehörden zur Bewältigung der Krise gestärkt werden.

### Regelwerk «Basel III» verbessert Kapitalausstattung ...

Der BCBS hat die finalen Bestandteile von «Basel III» bereits im Dezember 2017 verabschiedet sowie im Dezember 2018 beziehungsweise im Januar 2019 die neuen Regeln zu den Offenlegungsvorschriften und zur Berechnung des Marktrisikos finalisiert. Nachdem die Kapitalvorschriften im Nachgang an die Finanzkrise bereits massiv erhöht wurden – die Schweiz ist im Bereich der Kapitalanforderungen gar international führend –, soll dies die Glaubwürdigkeit bei der Berechnung von risikogewichteten Aktiven erhöhen und die Vergleichbarkeit der Eigenkapitalquoten der Banken verbessern. Konkret soll dies erreicht werden durch:

- eine Überarbeitung der Berechnungsansätze für Kredit-, CVA- (Credit Valuation Adjustment), Markt- und operationelle Risiken,
- die Festlegung einer Eigenmitteluntergrenze (Output Floor),
- die Einführung eines neuen Kapitalpuffers in der Leverage Ratio für global systemrelevante Banken,
- Änderungen in der Berechnung des Gesamtengagements für die Leverage Ratio sowie
- neue Offenlegungsvorschriften.

## ... und erhöht Liquidität der betroffenen Banken

Ein weiterer Bestandteil des Regelwerks «Basel III» betrifft die Liquiditätsausstattung der Banken. Unterschieden wird hierbei zwischen zwei quantitativen Mindeststandards: der Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR), welche die Widerstandskraft der Banken bei kurzfristigen Liquiditätskrisen stärkt, sowie der strukturellen Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR), welche eine langfristig stabile Finanzierung bezweckt. Die LCR wird von den systemrelevanten Banken in der Schweiz bereits seit Januar 2015 umgesetzt – vier Jahre früher als vom BCBS vorgesehen. Hingegen wurde die ursprünglich für 2018 vorgesehene Einführung der NSFR aufgrund von Verzögerungen bei der Einführung in der EU und den USA auch in der Schweiz wiederholt verschoben. Inzwischen steht nun aber fest, dass die EU die NSFR auf Mitte 2021 einführen wird und auch die USA bald nachziehen werden.

## Bewährte Zusammenarbeit zwischen Behörden und Finanzbranche

Die Schweiz als Mitglied des BCBS hat sich dazu verpflichtet, «Basel III» umzusetzen und anzuwenden. Zu diesem Zweck werden unter Federführung des Eidgenössischen Finanzdepartements laufend Regulierungen angepasst und erweitert, oftmals auch unter Mitarbeit der Finanzbranche. Die damit befassten Nationalen Arbeitsgruppen (NAG) zielen darauf ab, die betroffenen Banken in die vorbereitenden Arbeiten miteinzubeziehen und die Regulierung einer kritischen Prüfung zu unterziehen. So nahm beispielsweise im Jahr 2019 die «NAG zur Umsetzung der finalen Basel-III-Regeln» ihre Arbeit auf. Auch bei der Umsetzung der NSFR hat im Frühling 2020 die «NAG Liquidität» eine letzte Bereinigung der Regelungstexte vorgenommen, sodass die entsprechende Verordnung anschliessend vom Bundesrat verabschiedet werden und per Mitte 2021 in Kraft treten kann.

## Umsetzung in der Schweiz im Gleichschritt mit vergleichbaren Finanzplätzen

Aus Sicht der Credit Suisse sind bei allen Umsetzungsprojekten zwei Punkte zentral: Zum einen muss sich die inhaltliche und zeitliche Umsetzung in der Schweiz an vergleichbaren Finanzplätzen, wie etwa der EU, des Vereinigten Königreichs oder den USA, orientieren. Ein Vorpreschen der Schweiz würde nicht nur zu Wettbewerbsnachteilen für den Schweizer Finanzplatz führen, sondern auch die Vergleichbarkeit der in den BCBS-Mitgliedstaaten umgesetzten Regulierungen erschweren. Auch mit Blick auf die Verschiebung der Umsetzungsfrist der noch ausstehenden Bestandteile des Regelwerks «Basel III» durch den BCBS gilt es sicherzustellen, dass die Schweiz die entsprechenden neuen Regulierungen im Gleichschritt mit vergleichbaren Finanzplätzen umsetzt. Zum anderen müssen nationale Handlungsspielräume, wie sie das Basler Regelwerk bei der nationalen Umsetzung vorsieht, ausgeschöpft werden. Damit kann auf die Eigenheiten der Schweizer Wirtschaft Rücksicht genommen und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzsektors gestärkt werden.

**Abb. 4: Kernelemente des Regelwerks «Basel III»**

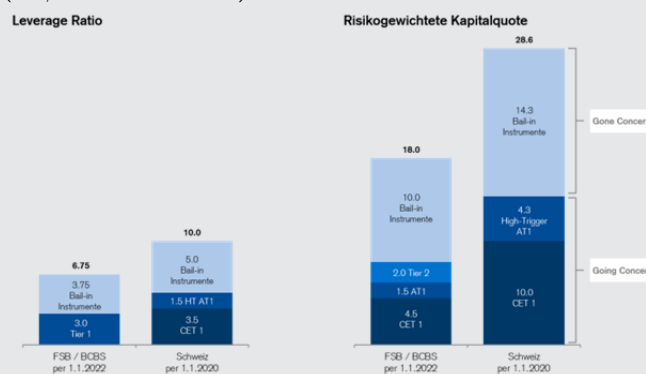
Umsetzungsdaten und gestaffelte Einführung gemäss Vorgaben des BCBS

Elemente	Implementierungsdatum
Liquidity Coverage Ratio, LCR	1. Januar 2015: 60%
	1. Januar 2016: 70%
	1. Januar 2017: 80%
	1. Januar 2018: 90%
	1. Januar 2019: 100%
Net Stable Funding Ratio, NSFR	1. Januar 2018
Revidierte Standardansätze für Marktrisiken, Kreditrisiken und operationelle Risiken	1. Januar 2023
Leverage-Ratio-Puffer für global systemrelevante Banken	1. Januar 2023
Eigenmitteluntergrenze (Output Floor)	1. Januar 2023: 50%
	1. Januar 2024: 55%
	1. Januar 2025: 60%
	1. Januar 2026: 65%
	1. Januar 2027: 70%
	1. Januar 2028: 72.5% (finale Kalibrierung)

Quelle: Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, 2020; Credit Suisse

**Abb. 5: Schweiz im Bereich Kapitalanforderungen international führend**

Internationale Mindeststandards im Vergleich zu Schweizer Kapitalanforderungen (in %, exkl. Puffer und Rabatte)



Quelle: Financial Stability Board (FSB), 2015; Eidgenössisches Finanzdepartement, 2016; Credit Suisse

---

# Empfehlungen

## **Regierung, Parlament und Aufsichtsbehörden:**

- Umsetzung des Regelwerks «Basel III» zeitlich und inhaltlich im Gleichschritt mit relevanten Finanzplätzen (vor allem EU, Vereinigtes Königreich, USA).
- Ausschöpfung nationaler Handlungsspielräume zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes.
- Fortführung der engen Zusammenarbeit mit der Finanzbranche.

## **Wirtschaft und Banken:**

- Einbringen von Branchenexpertise in Zusammenarbeit mit Behörden.
- Frühzeitige und umsichtige Planung zur Umsetzung des Regelwerks «Basel III».







# Die Zeit für Reformen drängt

**Die Corona-Krise verschärft die Schieflage der staatlichen Altersvorsorge. Entsprechend steigt die Bedeutung der persönlichen Vorsorge. Doch selbst bei diesen besteht Reformbedarf.**

## **Druck auf das Vorsorgesystem nimmt zu**

Die wirtschaftlichen Folgen der Coronavirus-Pandemie treffen das Vorsorgesystem der Schweiz in einer empfindlichen Phase. Auf der einen Seite steigt die Lebenserwartung laufend, was zwar für den Einzelnen positiv ist, die Altersvorsorge jedoch erheblich belastet. Bei der Einführung des BVG-Obligatoriums 1985 betrug die Lebenserwartung im Alter 65 für Frauen 19.0 Jahre und für Männer 14.9 Jahre. Heute muss das Alterskapital bei den Frauen 3.7 Jahre und bei den Männern 5 Jahre länger reichen.

Zusätzlich steht das Vorsorgesystem mit der Pensionierung der geburtenstarken Jahrgänge der Babyboomer ab 2020 an einem Wendepunkt. Obwohl eine Abschätzung der längerfristigen Auswirkungen der Pandemie auf die Alters- und Hinterbliebenenversicherung (AHV) und die berufliche Vorsorge der 2. Säule zum aktuellen Zeitpunkt noch von vielen Unsicherheiten geprägt ist, dürfte sich die politische Diskussion um den Reformbedarf weiter akzentuieren. Im Mittelpunkt wird dabei voraussichtlich weiterhin die Stabilisierung der AHV stehen, deren Finanzierung sich nun zumindest kurzfristig noch stärker verschlechtern dürfte, als bisher allgemein angenommen wurde. Hiervon sind auch die in der Botschaft des Bundesrats zur Reformvorlage AHV 21 skizzierten Finanzierungsmassnahmen betroffen. Die Debatte um Letztere dürfte sich dadurch massgeblich erschweren.

## **Aktuelle Finanzmarktentwicklung stellt Finanzierung auf den Prüfstand**

Die nachhaltige Finanzierung des Vorsorgesystems wird in der Schweiz massgeblich durch die am Finanzmarkt erzielten Renditen mitgetragen. Aufgrund der beschriebenen Effekte ist der Anteil Rentner von 21% 1985 auf aktuell 25% gestiegen und wird in ein paar Jahren bereits auf einen Drittel ansteigen.<sup>6</sup> Dadurch sinkt auch die Risikofähigkeit der Vorsorgewerke, da weniger Aktive vorhanden sind, die langfristig Kapital einzahlen und damit allfällige Verluste besser auffangen oder gar im Rahmen von Sanierungsmassnahmen korrigieren könnten. Ohne politische Gegenmassnahmen muss befürchtet werden, dass die Finanzierung der AHV und der beruflichen Vorsorge gefährdet sein könnte und ein weiterer Leistungsabbau unumgänglich ist.

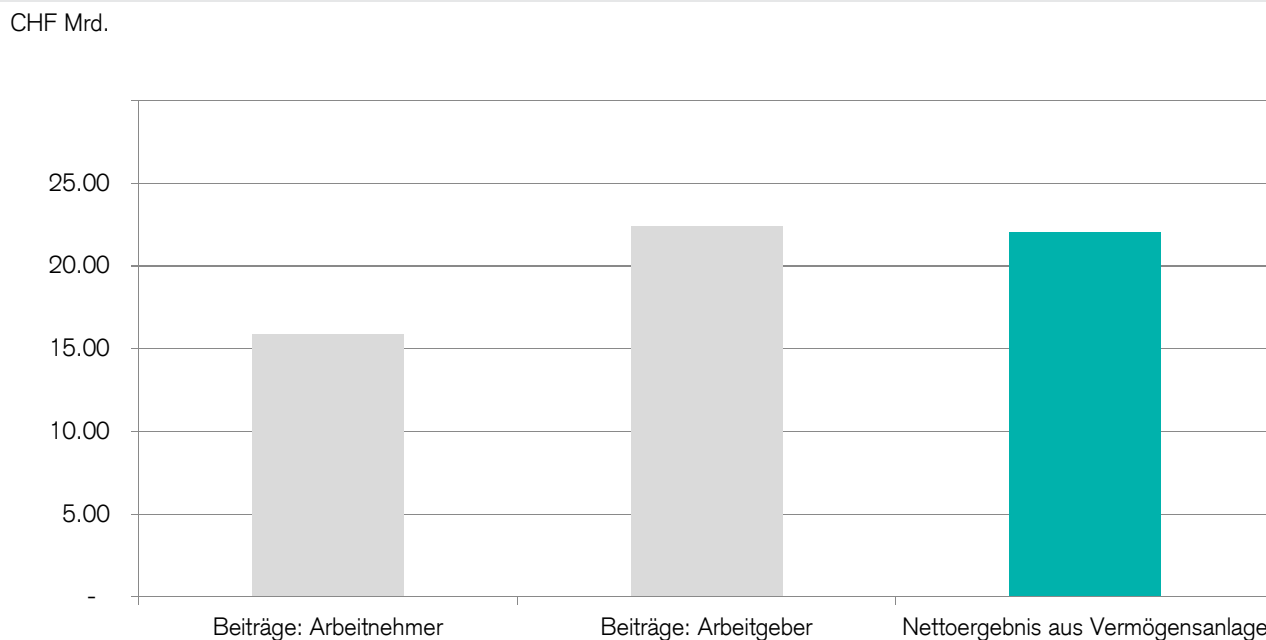
Der AHV-Ausgleichsfonds dürfte dank seiner defensiveren Vermögensallokation weitaus weniger stark betroffen sein: Ende 2019 waren rund zwei Drittel seines Vermögens von CHF 29.6 Mrd. in Geldmarktanlagen und Obligationen und nur 26% in Aktien investiert. Eine jährliche Rendite von durchschnittlich über 2%, wie sie in der Botschaft des Bundesrats zur Reformvorlage AHV 21 verwendet wurde, scheint dennoch infrage gestellt. Die mittelfristige Problematik dürfte allerdings nicht ausschliesslich in der verminderten Fähigkeit des Ausgleichsfonds liegen, das Umlageergebnis der AHV zu kompensieren. Vielmehr könnte die AHV unter einer Verschlechterung aller poten-

<sup>6</sup> «Zweite Säule: Wachsendes Gefälle zwischen den Generationen», Credit Suisse, Oktober 2019

ziell betroffenen Faktoren leiden, die zur Finanzierung beitragen. Dazu gehören neben der Rendite des Ausgleichsfonds etwa mögliche Mindereinnahmen bei den Beiträgen und der Mehrwertsteuer sowie ein allfälliger Rückgang bei der Zuwanderung von Arbeitskräften.

**Abb. 1: Relevanz des dritten Beitragszahlers**

Von 2004 bis 2018 erwirtschafteten Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule pro Jahr durchschnittlich CHF 22 Mrd. aus Vermögensanlagen. Somit zeichnete der «dritte Beitragszahler» für über 35% der Zuflüsse in das Vorsorgevermögen verantwortlich.



Quelle: Schweizerische Nationalbank

### Relevanz des dritten Beitragszahlers

Im Gegensatz zur AHV sind Einrichtungen der beruflichen Vorsorge der 2. Säule einem wesentlich höheren Renditedruck ausgesetzt, um ihren Verpflichtungen nachzukommen. Entsprechend höher ist die Gewichtung von riskanteren Anlagen in der Vermögensallokation. Diese Strategie hat sich insofern weitgehend ausgezahlt, als dass die Anlagerenditen im Zeitraum 2004 bis 2018 für über einen Drittel des Zuwachses des Vorsorgevermögens verantwortlich zeichneten (vgl. Abb. 1). In renditestarken Jahren finanziert dieser «dritte Beitragszahler» massgeblich die Umverteilung von aktiven Versicherten hin zu den Rentnern, die sich gemäss der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) zwischen 2014 und 2019 im Durchschnitt auf CHF 6.8 Mrd. pro Jahr belief<sup>7</sup>. 2019 betrug die Umverteilung gar CHF 7.2 Mrd. Dies entspricht 0.8% des gesamten Vorsorgekapitals jährlich. Die Umverteilung hängt mit zu hohen Umwandlungssätzen zusammen, welche der höheren Lebenserwartung ebenso wenig Rechnung tragen wie den tiefen Zinsen. Der gesetzliche Mindestumwandlungssatz beträgt 6.8%, was einem impliziten Zinsversprechen von 4.9% pro Jahr entspricht. Dem gegenüber steht seit 2000 eine durchschnittliche erzielte Rendite von 2.7% pro Jahr.

### Einbussen in der 2. Säule

Die Credit Suisse publiziert regelmässig Angaben zur durchschnittlichen Allokation und Performance der Anlagen von Pensionskassen, deren Vermögenswerte im Global-Custody-Rahmen bei der Credit Suisse verwahrt werden<sup>8</sup>. Demnach investierten Pensionskassen Ende März 2019 nur 39.3% ihrer Vermögen in Nominalwerte (vgl. Abb. 2). Die Marktkorrektur seit Ende Februar wirkte sich erwartungsgemäss einschneidend aus: Im 1. Quartal 2020 brach das Pensionskassenvermögen um 7.4% ein. Seit Beginn der Aufzeichnung im Jahr 2000 war die Performance nur im 3. Quartal 2001 noch schlechter.

### Historische Performance-Angaben oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

<sup>7</sup> Bericht finanzielle Lage der Vorsorgeeinrichtungen 2019. Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge OAK BV. 2020.

<sup>8</sup> Schweizer Pensionskassen Index. Credit Suisse (Schweiz) AG. 2020

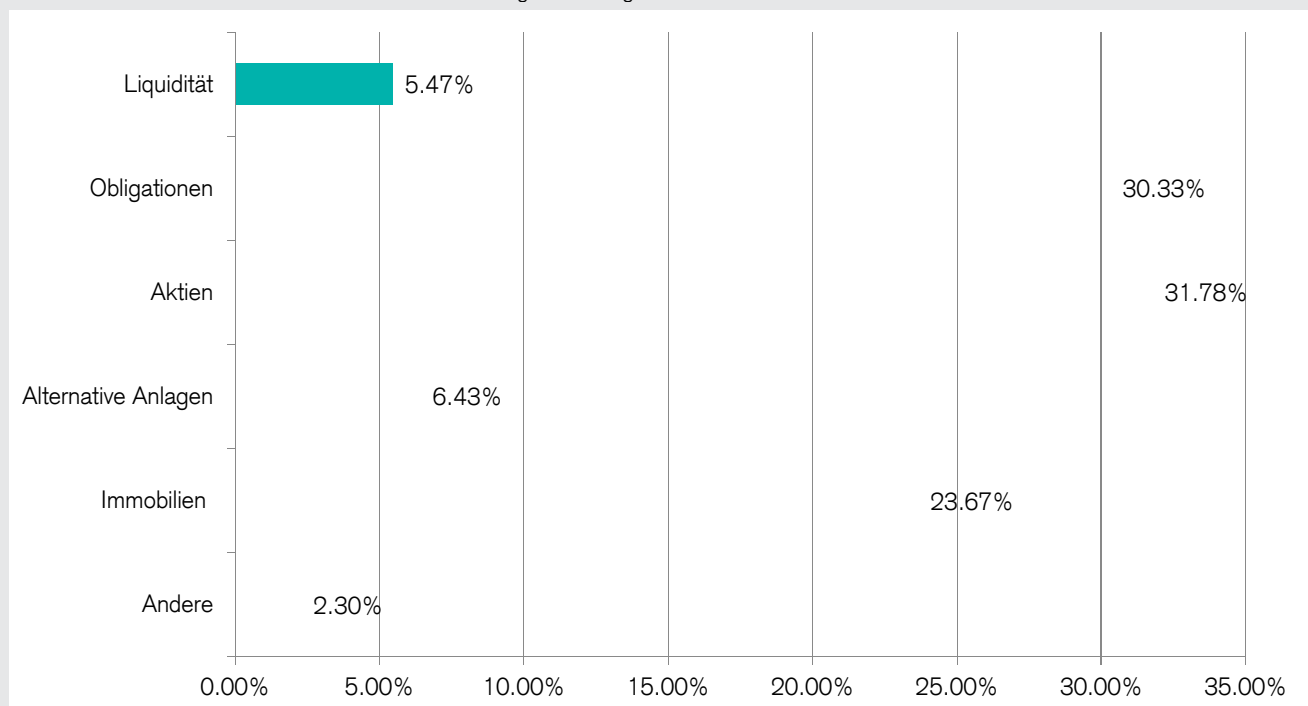
Aufgrund der Abhängigkeit der Deckungsgrade vom Anlageergebnis ist davon auszugehen, dass das Gesamtrisiko der Vorsorgeeinrichtungen zumindest kurzfristig erheblich gestiegen ist. Als Vergleich mag das ebenfalls schwache Anlagejahr 2018 dienen. Infolge der Reduktion des Pensionskassenvermögens um 3.2% erhöhte sich der Anteil der Vorsorgeeinrichtungen ohne Staatsgarantien, die einen Deckungsgrad von unter 100% aufwiesen, von 6% im Vorjahr auf 28% im Jahr 2018<sup>9</sup>. Auch wenn sich das Anlageergebnis mittelfristig erholen sollte, verdeutlicht die aktuelle Situation einmal mehr, dass die Vorsorgeeinrichtungen dem Risiko einer Unterdeckung wegen der geltenden Zinsversprechen und des damit verbundenen Renditedrucks nur bedingt entgegenwirken können. Der politische Druck zur Reform der 2. Säule dürfte aufgrund der aktuellen Situation weiter steigen.

## 1e-Pläne gewinnen an Bedeutung

1e-Pläne sind Vorsorgepläne der 2. Säule für Einkommen über CHF 127'980 pro Jahr, benannt nach Artikel 1e der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2). Mitarbeitende wählen dabei ihre persönliche Anlagestrategie aus maximal zehn vorgegebenen Strategien aus und partizipieren in der Folge vollständig am Anlageergebnis. Seit 2017 sieht das Freizügigkeitsgesetz zudem vor, dass dem Versicherten im Freizügigkeitsfall der effektive Wert des Vorsorgeguthabens ausbezahlt wird.

**Abb. 2: Vermögensallokation von Pensionskassen (4. Quartal 2019)**

Vorsorgeeinrichtungen sind im aktuellen Tiefzinsumfeld einem erheblichen Renditedruck ausgesetzt, um die Verpflichtungen zu finanzieren. Laut dem Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index sind Vorsorgeeinrichtungen zu über 30% in Aktien investiert.



Quelle: Credit Suisse Pensionskassen Index

Da die Anlagerisiken in 1e-Plänen vom Kollektiv auf den einzelnen Versicherten übertragen werden, findet hier keine Umverteilung statt. 1e-Vorsorgeeinrichtungen sollen folglich auch keine Unterdeckungs- oder Zinsrisiken tragen. Im Gegensatz zu vergleichbaren beitragsorientierten Vorsorgeplänen im Ausland, wie etwa den 401k-Plänen in den USA, wird das Vorsorgeguthaben zum Zeitpunkt des Austritts aus einem Unternehmen und dem damit verbundenen Versicherungskollektiv an die versicherte Person ausbezahlt. Tritt diese Person danach in ein Unternehmen ein, das keinen 1e-Plan vorsieht, kann sie ihre Anlagestrategie nicht mehr weiterführen. Dem Anlagehorizont sind in 1e-Plänen somit Grenzen gesetzt, die sich dem Einfluss der versicherten Person entziehen, beispielsweise bei Kündigungen.

<sup>9</sup> Bericht finanzielle Lage der Vorsorgeeinrichtungen 2018. Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge OAK BV. 2019.

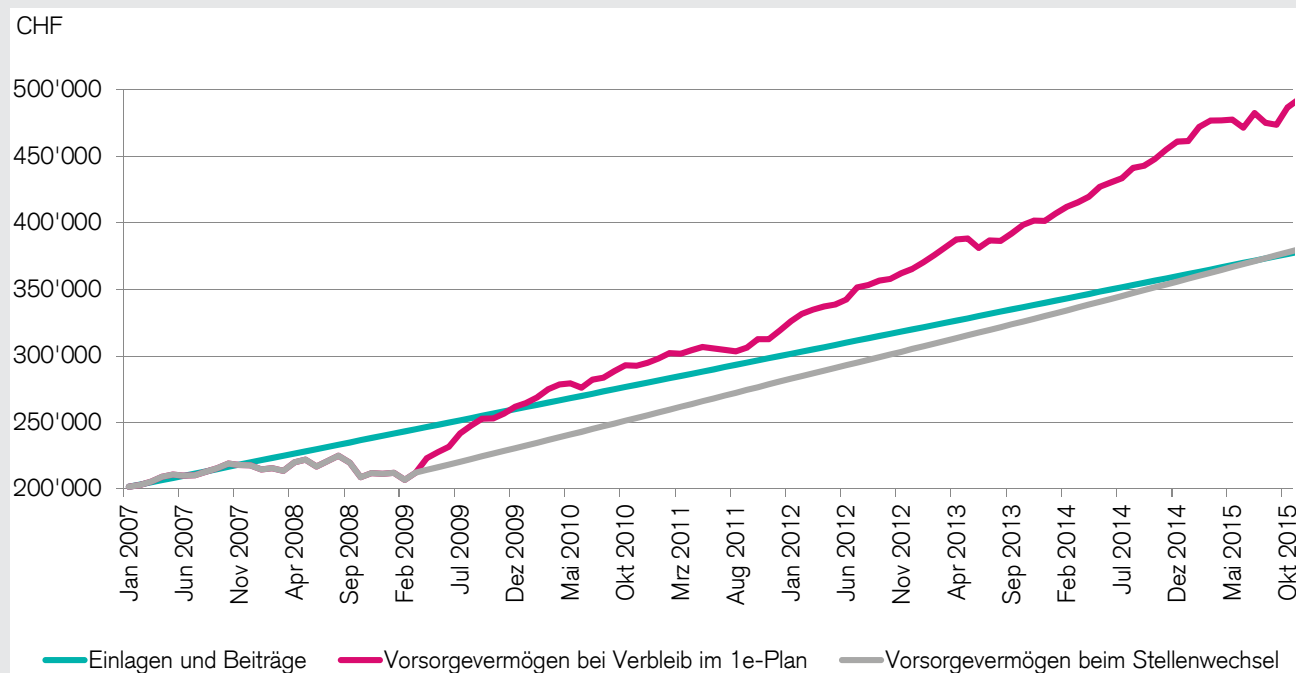
## Unnötiges Verlustrisiko beim Stellenwechsel

Dieses Dilemma kann anhand historischer Marktdaten der Finanzkrise 2008/2009 verdeutlicht werden (vgl. Abb. 3). Angenommen, die Person wäre im Januar 2007 mit einem bestehenden Vorsorgevermögen von CHF 200'000 und jährlichen Beiträgen von CHF 20'000 in einen 1e-Plan mit einer Aktienquote von 25% eingetreten, jedoch als Folge der wirtschaftlichen Situation zum Zeitpunkt des Markttiefs an den Finanzmärkten im März 2009 entlassen worden. Erfolgte daraufhin beim neuen Arbeitgeber die Aufnahme in einen Vorsorgeplan mit BVG-Mindestverzinsung, hätte es von diesem Zeitpunkt an mehr als fünf Jahre gedauert, bis das Vorsorgevermögen dem Wert aller Bareinlagen und -beiträge entsprochen hätte. Dies verdeutlicht, dass der plötzliche Wegfall der Anlagestrategie für die versicherte Person auch bei moderatem Anlagerisiko ein grosses Hindernis für den langfristigen Vermögensaufbau darstellt – und zwar selbst dann, wenn der Versicherte in der ursprünglich gewählten Strategie weitaus geringere Risiken eingegangen ist, als dies Pensionskassen im Schnitt tun.

1e-Pläne machen in der Schweiz derzeit schätzungsweise weniger als 2% des aktiven Vorsorgevermögens aus, dürften aber in den nächsten Jahren an Bedeutung gewinnen. Die Politik hat auf das Problem des ungewollten Wegfalls der Anlagestrategie beim Stellenwechsel im Juni 2019 mit einer Motion reagiert, die verlangt, dass das Vorsorgeguthaben bei einem Austritt aus einem 1e-Vorsorgeplan während zwei Jahren in einer Freizügigkeitseinrichtung belassen werden kann. Eine Gesetzesänderung wäre wünschenswert, da es die aktuelle Situation den Versicherten erschwert, im Rahmen von 1e-Plänen eine langfristige Anlagestrategie zu verfolgen.

**Abb. 3: Austritt aus einem 1e-Plan zum Zeitpunkt eines Tiefstands an den Finanzmärkten**

Illustration am Beispiel des erzielten Kurswerts einer Strategie mit 25% Aktienanteil (Pictet-BVG-25-Index) von 2007 bis 2015. Zum Zeitpunkt des Hochs an den Finanzmärkten erfolgt der Eintritt in ein Unternehmen mit 1e-Plan (Einlage von CHF 200'000; jährliche Beiträge von CHF 20'000). Am Tiefpunkt der Finanzkrise erfolgt der Wechsel des Arbeitgebers und damit der Austritt aus dem 1e-Plan mit einem Verlust. Danach Übertrag in einen Kadervorsorgeplan mit BVG-Verzinsung. Es dauert 5 Jahre, bis der Verlust durch die Zinserträge erlischt.



Quelle: Credit Suisse, Bloomberg

**Historische Performance-Angaben oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.**



## **Freiwillige Vorsorge weiterhin relevant**

Dass sich der Stellenwert der privaten Vorsorge im Bereich der Säule 3a stetig erhöht, liegt hauptsächlich an der Einsicht der erwerbstätigen Bevölkerung, dass die Umwandlungssätze und damit auch die Rentenzahlungen in der beruflichen Vorsorge sinken müssen, um die Nachhaltigkeit des Systems zu gewährleisten. Aus gesellschaftspolitischer Sicht erscheint ein Ausbau der freiwilligen Vorsorge grundsätzlich sinnvoll und politisch mehrheitsfähig. Der Ständerat hat im September 2019 einer Motion zugestimmt, die einen nachträglichen Einkauf in die Säule 3a ermöglichen soll. Eine derartige Nachzahlungsmöglichkeit könnte vor allem den Mittelstand oder auch Frauen, die infolge einer Babypause nicht in die Säule 3a einzahlen konnten, beim Aufbau der privaten Vorsorge (3a) unterstützen.

---

## **Empfehlungen**

### **Regierung, Parlament und Aufsichtsbehörden:**

- Reformen der AHV und der beruflichen Vorsorge zügig angehen. Langfristige Sicherung der Schweizer Vorsorgewerke gewährleisten: Anpassung des Mindestumwandlungssatzes, graduelle Anpassung des Rentenalters an die demografischen Entwicklungen.
- Festlegung von wichtigen Parametern Umwandlungssatz, technischer Zins und Mindestzins vom politischen Einfluss befreien.
- Einkauf in die private Vorsorge (3a) nachträglich ermöglichen, wenn vorübergehend kein AHV-pflichtiges Einkommen erzielt wird (Babypause usw.).
- Anpassung der rechtlichen Rahmenbedingungen, um zu ermöglichen, dass Guthaben aus 1e-Vorsorgeplänen während zwei Jahren in einer Freizügigkeitseinrichtung belassen werden können.

### **Wirtschaft und Banken:**

- Angebot an gut diversifizierten, einfachen und kosteneffizienten Anlagelösungen unter BVV 2 für alle Anlagehorizonte bereitstellen.
- Risikoaufklärung und Beratung der Vorsorgenehmer in Anlagefragen über alle Generationen hinweg sicherstellen.



# Die Rolle von Finanzinstituten für die Erreichung globaler Nachhaltigkeitsziele

Die Integration von Nachhaltigkeitsfaktoren in das Kerngeschäft von Finanzinstituten rückt immer stärker in den Fokus. Ein entscheidender Marktreiber sind dabei politische und regulatorische Rahmenbedingungen.

## Internationaler Rahmen für Sustainable-Finance-Politik

Im Pariser Klimaabkommen von 2015 haben sich die 196 Unterzeichnerstaaten dazu verpflichtet, den durchschnittlichen globalen Temperaturanstieg auf «deutlich unter 2 °C» zu beschränken (angestrebt wird ein Plus von nur 1.5 °C), um katastrophale Veränderungen des weltweiten Klimasystems zu verhindern. Die Finanzdienstleistungsbranche spielt gemäss allgemeiner Auffassung eine entscheidende Rolle dabei, die Kapitalflüsse so umzulenken, dass die erforderlichen Investitionen für den Wandel hin zu einer kohlenstoffarmen und klimaresistenten Wirtschaft vorgenommen werden (Sustainable Finance). Aus diesem Grund ist im Klimaabkommen explizit die Forderung formuliert, die Finanzströme konsequent auf einen Temperaturanstieg von «deutlich unter 2 °C» auszurichten.

Die Finanzinstitute haben Umwelt-, soziale und Governance-Kriterien (Environmental, Social and Governance, ESG) schon vor 2015 zunehmende Priorität eingeräumt. Seit 2015 haben die regulatorischen Massnahmen für eine verstärkte Hinwendung zu einem nachhaltigen Finanzsystem jedoch nochmals an Tempo gewonnen, was diversen namhaften Initiativen und Organisationen zuzuschreiben ist<sup>10</sup>:

- **Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen (Sustainable Development Goals, SDG):** Die 2015 vereinbarten 17 SDG beziehen sich auf übergeordnete globale Herausforderungen, wie beispielsweise Armut, Ungleichheit, Klimawandel, Umweltzerstörung, Frieden und Gerechtigkeit. Sie bieten Finanzinstituten, Unternehmen, politischen Entscheidungsträgern, Nichtregierungsorganisationen und der Öffentlichkeit einen gemeinsamen Referenzrahmen für die Schaffung einer besseren und nachhaltigeren Zukunft für alle.
- **Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) des Finanzstabilitätsrats (Financial Stability Board, FSB):** Die von Mark Carney gegründete TCFD unter dem Vorsitz von Michael Bloomberg publizierte im Juni 2017 eine Reihe von Empfehlungen für eine einheitliche Klimaberichterstattung durch Unternehmen, mit der sich aus dem Klimawandel ergebende Risiken für die Finanzstabilität angesprochen werden sollen.

<sup>10</sup> Swiss Sustainable Finance (SSF), eine richtungsweisende Plattform zur Förderung der Nachhaltigkeit des Schweizer Finanzplatzes, definiert Sustainable Finance wie folgt: «Sustainable Finance bezeichnet Finanzdienstleistungen jeglicher Ausprägung, die Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (ESG) in Geschäfts- und Anlageentscheidungen einbeziehen, um sowohl für die Kunden als auch die Gesellschaft als Ganzes bleibende positive Effekte zu erzielen.»

- **Network for Greening the Financial System (NGFS):** Im Dezember 2017 gründeten acht Zentralbanken und Aufsichtsbehörden das NGFS, um die Rolle des Finanzsystems bei der Bewältigung der finanziellen Risiken des Klimawandels zu stärken und Kapital für nachhaltige und kohlenstoffarme Investitionen zu mobilisieren. Mittlerweile zählt das NGFS 54 Mitglieder (darunter auch die Schweizerische Nationalbank [SNB] und die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht [FINMA]) sowie zwölf Beobachter.
- **Prinzipien für verantwortliches Bankwesen der Vereinten Nationen (UN Principles for Responsible Banking, PRB):** Die PRB wurden im September 2019 von 130 Banken lanciert und fordern eine Ausrichtung des Bankensektors auf die SDG der Vereinten Nationen sowie die im Pariser Klimaabkommen formulierten Ziele. Sie stellen einen umfassenden Rahmen für die Integration von Nachhaltigkeitskriterien in sämtliche Geschäftsfelder von Banken dar.
- **International Platform on Sustainable Finance (IPSF) der Europäischen Union (EU):** Die IPSF wurde im Oktober 2019 durch die Europäische Kommission und neun Nicht-EU-Länder gegründet, um den Austausch von Best Practices zu vereinfachen und Bestrebungen zur Förderung nachhaltiger Finanzdienstleistungen zu koordinieren. Die Schweiz ist seit März 2020 Mitglied.

## Sustainable Finance als Marktchance

Die globalen Nachhaltigkeitsinitiativen und die mit ihnen befassten Organisationen profitieren von einer steigenden Kundennachfrage und den Entwicklungen an der Regulierungsfront. Sie eröffnen substantielle Marktgelegenheiten im Bereich Sustainable Finance, wie beispielsweise die sprunghafte Zunahme des nach ESG-Kriterien verwalteten Vermögens belegt.

Laut dem Global Sustainable Investment Review, der alle zwei Jahre von der Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) publiziert wird, beliefen sich die nachhaltig investierten Vermögen in den fünf wichtigsten analysierten Märkten<sup>11</sup> zu Beginn des Jahres 2018 auf USD 30.7 Bio., ein Plus von 34% in zwei Jahren. Die Annual Impact Investor Survey des Global Impact Investing Network (GIIN)<sup>12</sup>, die rund 48% des globalen Impact-Investing-Markts erfasst, gelangt zum Schluss, dass sich die jährliche Wachstumsrate entsprechender Anlagen seit 2016 (per Ende Juni 2019) nahezu auf hohe 17% beläuft<sup>13</sup>. Der globale Markt für grüne Anleihen (Green Bonds)<sup>14</sup>, ein Schlüsselindikator für die Trends am Markt für nachhaltiges Fremdkapital, erreichte 2019 einen neuen Rekordwert von USD 258 Mrd. an Neuemissionen, was gegenüber 2018 einen sprunghaften Anstieg um 51% darstellte<sup>15</sup>.

Der Schweizer Finanzsektor gehört zu den Pionieren von Sustainable Finance und hat in den Bereichen Mikrofinanzierungen, Impact Investing und Entwicklung schon früh eine führende Rolle eingenommen. Mit Meilensteinen wie der Gründung von responsAbility, Blue Orchard, RobecoSAM und Swiss Sustainable Finance (SSF) hat sich die Schweiz fest als einer der führenden Finanzplätze für Sustainable Finance etabliert. Laut der jüngsten Swiss Sustainable Investment Market Study 2020 von SSF erreichten die nachhaltigen Anlagen in der Schweiz per Ende 2019 einen Wert von CHF 1'163 Mrd.

## Sustainable-Finance-Politik: ein entscheidender Markttreiber

Die Bekämpfung des Klimawandels und die Lösung weiterer ökologischer und gesellschaftlicher Herausforderungen geniessen in der Politik und bei den Aufsichtsbehörden rund um den Erdball mittlerweile höchste Priorität, zumal die Auswirkungen der Erderwärmung immer offensichtlicher werden. Europa ist die treibende politische Kraft auf dem Weg zu einem nachhaltigen Finanzsektor, andere Länder und Regionen ziehen jedoch schnell nach.

<sup>11</sup> Bei den fünf analysierten Märkten handelte es sich um Europa, die USA, Japan, Kanada und Australien/Neuseeland.

<sup>12</sup> GIIN: «Annual Impact investor Survey 2019», Juni 2019, [https://thegiin.org/assets/GIIN\\_2019%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey\\_webfile.pdf](https://thegiin.org/assets/GIIN_2019%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey_webfile.pdf).

<sup>13</sup> Allerdings haben nur rund 30% der Befragten kontinuierlich über alle vier Jahre hinweg Bericht erstattet.

<sup>14</sup> Grüne Anleihen bezwecken die Finanzierung von Projekten, die im Voraus festgelegte Umwelt- und/oder Klimakriterien erfüllen, also beispielsweise erneuerbare Energien oder Massnahmen zur Steigerung der Energieeffizienz.

<sup>15</sup> Climate Bonds Initiative: «2019 Green Bond Market Summary», Februar 2020, [https://www.climatebonds.net/files/reports/2019\\_annual\\_highlights-final.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/2019_annual_highlights-final.pdf).



# Sustainable Finance Policy: Entwicklungen im regionalen Vergleich

## Die EU als Vorreiterin

Im März 2018 hat die EU in Einklang mit ihrem Bestreben, im Kampf gegen den Klimawandel mit gutem Beispiel voranzugehen, einen umfassenden Action Plan on Sustainable Finance sowie eine Reihe konkreter Massnahmen für dessen Umsetzung verabschiedet. Der Plan zielt darauf ab, Kapital für ein nachhaltiges Wachstum zu mobilisieren. Seine Umsetzung machte 2019 wichtige Fortschritte:

- **Eine gemeinsame Sprache im Bereich Sustainable Finance:** Die EU-Mitgesetzgeber einigten sich im Dezember 2019 auf die abschliessende Formulierung der Taxonomy Regulation. Diese Verordnung bietet den Finanzmarktteilnehmern ein einheitliches Klassifizierungssystem zur Identifikation wirtschaftlicher Aktivitäten, die als «ökologisch nachhaltig» betrachtet werden können.
- **Mehr Transparenz für nachhaltige Anlagen:** Die EU-Mitgesetzgeber haben die ESG Disclosures Regulation und die Low Carbon Benchmarks Regulation finalisiert und verabschiedet, die im Mai 2020 beziehungsweise im März 2021 in Kraft treten werden. Beide Verordnungen bezwecken, den Finanzmarktteilnehmern mehr Transparenz dazu zu verschaffen, wie Nachhaltigkeitsziele verfolgt und Nachhaltigkeitsrisiken berücksichtigt werden.
- **Verbesserte klimabezogene Berichterstattung:** Die Europäische Kommission hat neue Richtlinien für die Berichterstattung zu klimarelevanten Informationen erarbeitet. Sie gibt den Unternehmen damit praktische Empfehlungen zur Berichterstattung über die Auswirkungen, die ihre Aktivitäten auf das Klima haben beziehungsweise die der Klimawandel auf ihr Geschäft hat. Diese Richtlinien integrieren die Empfehlungen der TCFD und gelten (auf freiwilliger Basis) für börsennotierte Unternehmen, Banken und Versicherungen, die im Geschäftsjahr 2019 mehr als 500 Angestellte hatten.
- **European Green Deal (EGD):** Diese im Dezember 2019 verabschiedete Roadmap soll mittels spezifischer gesetzlicher Massnahmen umgesetzt werden und ist als Wachstumsstrategie konzipiert, welche die Transformation der EU zu einer fairen und wohlhabenden Gesellschaft mit einer modernen, ressourceneffizienten und wettbewerbsfähigen Wirtschaft anstossen soll. Konkret formuliert dieser Deal unter anderem das Ziel der EU, Europa bis 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent zu machen und die Region damit auf die Vorgaben des Pariser Klimaabkommens auszurichten.

Die EU wird 2020 weitere Fortschritte bei der Umsetzung ihrer Sustainable Finance Agenda erzielen, u.a. die Überarbeitung der EU Non-Financial Reporting Directive und die Entwicklung einer EU Renewed Sustainable Finance Strategie (Konsultationen für diese Projekte laufen derzeit).

## Schweiz: Sustainable Finance rückt weiter in den Fokus der Politik

Die Schweiz hat mit Blick auf politische Initiativen zugunsten eines nachhaltigeren Finanzsektors in den letzten zwei Jahren wichtige Fortschritte gemacht. Der Bundesrat hat die Bedeutung des Themas erkannt und im Frühling 2019 eine entsprechende departementsübergreifende Arbeitsgruppe eingesetzt. Eines der Ziele dieser Arbeitsgruppe besteht darin, die Auswirkungen der Sustainable-Finance-Entwicklungen in der EU abzuschätzen und im Sommer 2020 einen Bericht vorzulegen, der den Bedarf an weiteren regulatorischen Massnahmen in diesem Bereich beurteilt. Im Oktober 2019 nahm Bundesrat Ueli Maurer, Vorsteher des Eidgenössischen Finanzdepartements, Einsitz in der Coalition of Finance Ministers for Climate Action. Die Koalition unterstützt Prinzipien, die für die Ausrichtung der Fiskalpolitik und der öffentlichen Finanzen auf die Ziele des Pariser Klimaübereinkommens stehen.

Die Revision des Schweizer CO<sub>2</sub>-Gesetzes, des Eckpfeilers der Schweizer Klimapolitik, machte 2019 ebenfalls Fortschritte. Die Beratungen im Ständerat führten zur Aufnahme von spezifisch den Finanzsektor betreffenden Massnahmen und zur Ergänzung um die Forderung, die Finanzflüsse mit den Zielen des Pariser Klimaabkommens in Übereinstimmung zu bringen. Darüber hinaus schlug der Ständerat ein Mandat für SNB und FINMA vor, die klimabedingten Finanzrisiken im Finanzsektor regelmässig zu prüfen. Im April 2019 traten die SNB und die FINMA dem NGFS bei. Im Dezember 2019 publizierte die FINMA erstmals ihren Risikomonitor, der einen Überblick über die aus ihrer Sicht aktuell bedeutendsten Risiken, darunter auch Klimarisiken, im Schweizer Finanzsektor gibt. 2020 wird die FINMA ihre Analysen der Klimarisiken in den Bilanzen von Finanzinstituten verfeinern und dementsprechend Ansätze für eine verbesserte freiwillige oder vorgeschriebene Offenlegung von Klimarisiken im Finanzsektor entwickeln.

In diesem Kontext bieten das Bundesamt für Umwelt (BAFU) und das Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) 2020 abermals freiwillige und kostenlose Tests der Klimaverträglichkeit von Anlageportfolios an. Zum ersten Mal werden derartige Tests auch Banken und Vermögensverwaltern sowie – wie bisher – auch Pensionskassen und Versicherungen offenstehen.

## Internationale Sustainable-Finance-Entwicklungen

- EU Action Plan on Sustainable Finance (Taxonomie- und Benchmark-Verordnungen usw.), Europäischer Green Deal
- Network for Greening the Financial System (NGFS)
- Bank of England (BoE): Stellungnahme zur Funktion als prudentielle Aufsichtsbehörde (PRA, April 2019) und Konsultationspapier zum Biennial Exploratory Scenario (BES, Abklärung von durch Klimawandel bedingten Finanzrisiken)
- Task Force for Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)



## Sustainable-Finance-Entwicklungen in der Schweiz

### Schweizer Parlament

- Revision des CO<sub>2</sub>-Gesetzes dürfte Vorschriften zu Finanzflüssen (in Einklang mit Pariser Klimaabkommen) und Mandat für SNB/FINMA zur regelmässigen Beurteilung von Klimarisiken enthalten
- Es wurden parteiübergreifend zahlreiche Sustainable-Finance-Vorstösse zu den unterschiedlichsten Themen eingebracht

### Bundesrat/SIF/BAFU

- Departementsübergreifende Arbeitsgruppe zu Sustainable Finance unter Führung des SIF (die Credit Suisse nahm an den Beratungen teil)
- Untersuchungsbericht zu weiteren regulatorischen Massnahmen im Bereich Sustainable Finance für 2. Halbjahr 2020 erwartet
- Beitritt der Schweiz zur Coalition of Finance Ministers for Climate Action
- Klimaverträglichkeitstests durch BAFU auch 2020

### SNB/FINMA

- Beitritt der FINMA und der SNB zum Network for Greening the Financial System
- Risikomonitor der FINMA befasst sich mit langfristig wichtigsten Klimarisiken für den Finanzsektor

### Branchenvereinigungen

- Arbeitsgruppe Sustainable Finance der SBVg unter Mitarbeit von SSF. Publikation eines Positionspapiers im September 2019
- Zurzeit werden Branchenrichtlinien für den Einbezug von ESG-Faktoren in den Beratungsprozess für Privatkunden entwickelt
- Zunehmende Sustainable-Finance-Aktivitäten bei Swiss Finance Council (SFC) und economiesuisse

## Asiatisch-pazifischer Raum (APAC): starkes Wachstum von Sustainable-Finance-Regulierung

In Asien haben ESG-Anlagen bisher etwas weniger Interesse geweckt als in Europa; sie gewinnen aber auch dort an Schwung. Die Finanzmarkt-Aufsichtsbehörden in der Region befassen sich mit unterschiedlichsten Mechanismen zunehmend mit ESG-Kriterien, darunter vor allem mit nachhaltigkeitsorientierten Codes für Vermögensverwalter (Stewardship Codes), Offenlegungspflichten für börsennotierte Unternehmen und Förderungsmassnahmen für umweltverträgliche Anlagen, wie beispielsweise grüne Anleihen. Die Emissionen grüner Anleihen stiegen im Raum Asien-Pazifik im Jahr 2019 auf einen Rekordwert von USD 64 Mrd., wovon USD 31 Mrd. (entsprechend 48% des regionalen Totals) auf China allein entfielen.

Ein bedeutender Meilenstein in der Region APAC war die Veröffentlichung eines regulatorischen Entwurfs seitens der Hong Kong Monetary Authority (HKMA). Darin skizzierte die Behörde ihren geplanten einheitlichen Beurteilungsrahmen, mit dem die Bereitschaft von Finanzinstituten in Bezug auf Klimarisiken, weitere Umweltrisiken sowie Nachhaltigkeitsaspekte evaluiert werden soll. Ein weiterer Meilenstein war die Publikation des Green Finance Action Plan durch die Monetary Authority of Singapore (MAS). Dieser Plan soll den Finanzsektor Singapurs befähigen, eine Schlüsselrolle bei der Förderung nachhaltiger Entwicklungschancen zu spielen und den Wandel zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft in Asien voranzutreiben. Im Februar 2020 gab es zudem erste Meldungen, wonach die MAS auch am Einbezug eines breiteren Spektrums von Klimarisiken in ihren Stresstestszenarien arbeitet. In einer schriftlichen Antwort an das Parlament führte die MAS aus, dass sie bereits mit Stresstests für Risiken im Zusammenhang mit dem Klimawandel begonnen habe, die Methoden für derartige Stresstests jedoch noch in einem frühen Entwicklungsstadium stünden.

## **USA: regulatorische Massnahmen insbesondere auf bundesstaatlicher Ebene**

In den USA kommen die Sustainable-Finance-Bestrebungen langsamer voran als in Europa, wobei insbesondere auf Ebene der US-Bundesregierung kaum bedeutende regulatorische Massnahmen in diesem Bereich umgesetzt wurden. Die Vorgaben der US-Börsenaufsicht (SEC) bezüglich der Offenlegung von ESG-Kriterien sind beispielsweise weiterhin freiwillig, wogegen in Europa derzeit verbindliche Offenlegungsvorschriften entwickelt werden. Allerdings lancierte die SEC im März 2020 eine öffentliche Vernehmlassung zur Frage, ob ESG-Produkte zur Einhaltung der sogenannten Names Rule verpflichtet werden sollen. Diese Regel stipuliert, dass Fonds, die sich auf einen bestimmten Anlagetyp konzentrieren und sich also beispielsweise als «nachhaltig» bezeichnen, mindestens 80% des Vermögens in entsprechende Anlagen investieren müssen. Während sich die Exekutive in Washington weiterhin zurückhält, haben sowohl der Kongress als auch die Regierungen diverser Bundesstaaten damit begonnen, regulatorische Vorschriften zur Förderung eines nachhaltigeren Finanzsektors ins Auge zu fassen. 2019 führte das Financial Services Committee des US-Repräsentantenhauses erstmals eine Anhörung zum Thema ESG durch, und das New York State Department of Financial Services (NYSDFS) trat als erste bundesstaatliche US-Aufsichtsbehörde dem NGFS bei. Darüber hinaus dürfte der Druck seitens der Aktionäre 2020 weiter zunehmen, und auf bundesstaatlicher und lokaler Regierungsebene werden voraussichtlich weitere Sustainable-Finance-Initiativen ergriffen werden.

---

## **Empfehlungen**

### **Regierung, Parlament und Aufsichtsbehörden:**

- Umsetzung geeigneter Rahmenbedingungen zur Förderung von Sustainable Finance, beispielsweise durch Regeln zur Internalisierung externer Kosten (z.B. angemessene Preise für Kohlenstoffemissionen), zur Vermeidung von Greenwashing und zur Reduktion von Vorschriften, die einen Übergang zu einem nachhaltigen Finanzsektor behindern.
- Zurückhaltung in Bezug auf eine möglicherweise unterschiedliche prudenzielle Behandlung grüner und nichtgrüner Vermögenswerte, bis ein stabiler kausaler Zusammenhang zwischen dem Risikoprofil einer Anlage und ihrer Nachhaltigkeitseinstufung nachgewiesen ist.
- Bestrebungen zu einer Vereinheitlichung der regulatorischen Anforderungen zwischen verschiedenen Ländern (also kein «Swiss Finish»). Insbesondere ist auf eine internationale Abstimmung der zurzeit entstehenden Stresstestmethoden zu achten, um eine potenzielle Fragmentierung des Marktes zu beschränken.
- Frühe und aktive Partizipation der Schweizer Regierung in internationalen Koordinationsgremien wie dem NGFS oder der EU Platform for Sustainable Finance.

### **Wirtschaft und Banken:**

- Ausrichtung der Finanzflüsse auf die im Pariser Abkommen formulierten Klimaziele, z.B. durch Unterzeichnung der PRB der Vereinten Nationen, sowie Entwicklung von Methoden, um Anleihenportfolios mit dem angestrebten Temperaturanstieg von «deutlich unter 2 °C» in Einklang zu bringen.
- Ausbau der Palette und des Umfangs nachhaltiger Finanzprodukte, um die steigende Kundennachfrage befriedigen zu können.
- Verbesserung der Berichterstattungspraktiken und der Offenlegung bezüglich ESG-Aspekten auf Unternehmensebene.







# Goodbye Libor – welcome SARON

An den Finanzmärkten steht eine Operation an, die dem Wechsel des Pferdes im vollen Galopp entspricht. Auf Ende 2021 soll der Libor durch einen alternativen Referenzzinssatz, den SARON, abgelöst werden. Die Vorbereitungen dazu laufen auf Hochtouren. SIX berechnet bereits verschiedene SARON-Indexreihen, und die Schweizerische Nationalbank hat den Libor in ihrem geldpolitischen Konzept auch schon abgelöst.

## **Bedeutung des Libor**

Der London Interbank Offered Rate (Libor) bildet den Zinssatz ab, den ausgewählte internationale Banken für unbesicherte Interbankkredite zahlen müssen. Es handelt sich dabei um eine der wichtigsten Kennzahlen der Finanzmärkte. Der Libor diente in den letzten Jahrzehnten als Benchmarksatz für den Vergleich von Zinskonditionen, die zu einem bestimmten Zeitpunkt an den Märkten herrschen. Ein bekanntes Anwendungsbeispiel sind die Geldmarkthypotheken in der Schweiz, die viertel- oder halbjährlich zumeist zum 3-Monats-Libor verzinst werden. Insgesamt basieren in der Schweiz Derivate, Kredite und andere Bankprodukte mit einem Nennwert von rund CHF 6.5 Bio. auf dem Libor. Der Libor ist damit in der Schweiz und weltweit der am häufigsten verwendete Referenzzinssatz (vgl. Abb. 1).

## **Libor dürfte Ende 2021 verschwinden**

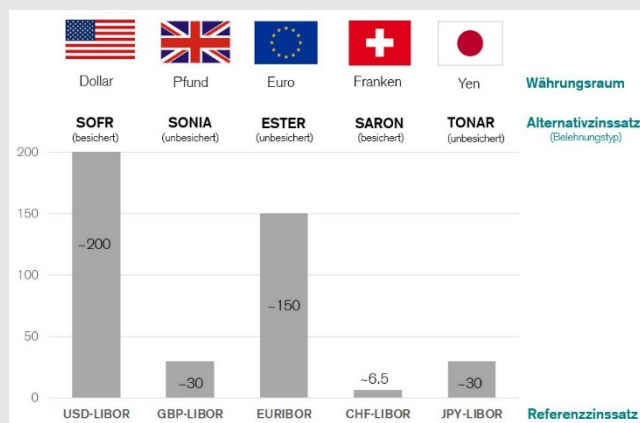
Das dem Libor zugrunde liegende Geldmarktgeschäft ist im Nachgang zur Finanzkrise stark geschwunden. Zudem wurde die Vertrauenswürdigkeit des Satzes wegen Manipulationen gewisser Marktteilnehmer infrage gestellt. Weil die Datenbasis in Form tatsächlicher Transaktionen zu schmal ist, fehlt eine solide Grundlage zur Berechnung des Libor, sodass dieser durch alternative Referenzzinssätze abgelöst werden muss. Diese historische Umstellung wird bis Ende 2021 erfolgen, denn nur so lange ist die Berechnung des Libor noch gesichert. In den wichtigsten Währungsräumen sind die Alternativsätze für den Libor bereits identifiziert und verfügbar. In der Schweiz empfahl im Herbst 2017 eine nationale Arbeitsgruppe, die unter der Moderation der Schweizerischen Nationalbank (SNB) alle relevanten Akteure einbindet, den besicherten Tagesgeldzinssatz Swiss Average Rate Overnight (SARON) als Alternative zu verwenden.

## **Unterschiede zwischen SARON und Libor**

Der SARON ist ein Tagesgeldsatz, der auf der Basis tatsächlich durchgeführter Transaktionen von besicherten Geschäften sowie handelbarer Preise auf dem Repo-Markt berechnet wird. Der Repo-Markt ist ein Teil des Geldmarktes, an dem sich Banken und andere Marktteilnehmer über Nacht Geld leihen können und dafür Wertpapiere als Sicherheit hinterlegen. Für die Liquiditätssicherung in Krisenzeiten ist ein funktionierender Repo-Markt für die Banken überlebenswichtig. Banken, die über genügend sichere Wertpapiere verfügen, können sich auf dem Repo-Markt jederzeit rasch Liquidität beschaffen. Das tägliche Handelsvolumen beträgt knapp CHF 8 Mrd. Alle zehn Minuten wird ein Kurs publiziert, und dreimal am Tag findet ein Fixing statt. Jenes am Abend um 18.00 Uhr dient als Referenzsatz, beispielsweise für derivative Produkte. Der SARON ist diesbezüglich viel transparenter als der Libor.

**Abb. 1: Grosse Bedeutung des Libor**

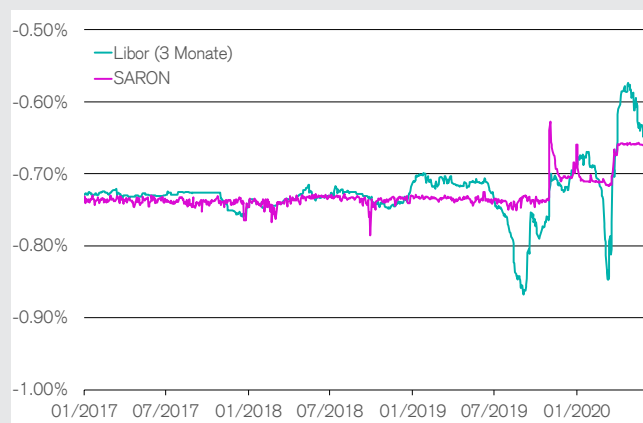
Weltweite Libor-basierte Geschäfte nach Währungsraum, in USD Bio.



Quelle: IBOR Global Benchmark Survey 2018, Credit Suisse

**Abb. 2: Libor und SARON können voneinander abweichen**

Vergleich der Referenzzinssätze Libor und SARON



Quelle: Datastream, Credit Suisse

### In der Regel weichen Libor und SARON nur wenig voneinander ab

Weil es sich beim Libor – im Unterschied zum SARON – um einen unbesicherten Zins handelt, unterscheiden sich die beiden Referenzzinssätze auch aus Risikosicht fundamental. Während der Libor eine Kreditrisiko- und Laufzeitprämie enthält, sind Gegenpartei- und Liquiditätsrisiken beim SARON vernachlässigbar (vgl. Abb. 3). Solange an den Märkten Ruhe herrscht, machen sich diese Unterschiede nur wenig bemerkbar, und die beiden Zinssätze sind in der Vergangenheit zumeist auch kaum voneinander abgewichen (vgl. Abb. 2). In Stresssituationen steigen jedoch die Prämien für das Gegenparteiisiko und auch die Prämie, die ein Investor für den Verzicht auf Liquidität einfordert, sodass sich der Libor deutlich vom SARON unterscheiden kann.

### Bestimmung eines SARON-Terminsatzes ist anspruchsvoll

Für viele Finanzprodukte sind Zinssätze für 3- und 6-monatige Laufzeiten erforderlich, so z.B. für Hypotheken oder syndizierte Kredite. Der SARON ist jedoch ein Tageszins, weshalb es an einer Terminstruktur fehlt. Sätze für längere Laufzeiten müssen daher aus dem Tageszins abgeleitet werden. Diese Herleitung kann auf zwei unterschiedliche Arten erfolgen: Entweder man verwendet einen «vorausschauenden» Zins, indem man die Markterwartungen an den gehandelten Derivaten abliest, oder man verwendet einen aus den einzelnen Tagesgeldsätzen «zusammengesetzten» Zins. Weil das Volumen im Derivatmarkt noch sehr klein ist, wird in der Schweiz die zweite Lösung bevorzugt. Im Unterschied beispielsweise zum 3-Monats-Libor, bei dem der Kunde schon zu Beginn der Zinsperiode weiss, wie viel Zins er bezahlen wird, kann der effektive Zins beim sogenannten aufgezinnten SARON erst am Ende der Zinsperiode bestimmt werden. Insgesamt stehen sieben verschiedene Varianten zur Verfügung (vgl. Abb. 4).

### Banken können unterschiedliche Varianten wählen

Die diversen Berechnungsweisen unterscheiden sich hinsichtlich des Zeitpunkts, an dem die Zinszahlung für die 3-Monats-Periode bekannt ist, und hinsichtlich der Periode, die für die Zinsberechnung herangezogen wird (Beobachtungsperiode). Bei der Basisvariante (Variante 0) sind die Zinsperiode und die Beobachtungsperiode identisch. Der Nachteil dieser Variante ist, dass die Höhe des Zinsbetrags erst am Vorabend des Zahlungstermins bekannt ist, was bei Kunden operative Probleme (z.B. Liquiditätsprobleme) auslösen kann. Erste Banken in der Schweiz haben sich daher für die Variante 3 entschieden, bei der die Beobachtungsperiode leicht vorverschoben ist, sodass der Zins einige Tage vor Fälligkeit bekannt gegeben werden kann. Anklang findet auch Variante 4, bei der vollumfänglich auf Tageszinssätzen aus der Vorperiode zurückgegriffen wird, wodurch bereits zu Beginn der Laufzeit Klarheit über den Zins besteht. Die Varianten 5 und 6 kommen weniger infrage, da volatile Märkte, wie sie jüngst zu beobachten waren, nicht für kurze Beobachtungsperioden sprechen.

### Umstellung der laufenden Kontrakte

Beim Übergang zum SARON werden auch unzählige laufende Kontrakte umgestellt werden müssen. Dies macht die Ausgestaltung der Rückfallklauseln ziemlich anspruchsvoll. So muss beispielsweise klar bestimmt werden, welches Ereignis den Rückfall auslöst (z.B. Ankündigung der US-Notenbank). Zudem muss bei der Umstellung den Differenzen (Spreads) zwischen dem Libor und dem SARON Rechnung getragen werden. Gegenwärtig werden Lösungen skizziert, und es wird diskutiert, bei welchen dieser Lösungen vorzugsweise historische Mittelwerte/Mediane dieser Spreads angewendet werden sollen. Die Schaffung eines auf dem SARON basierenden Kredit-

marktes konkretisiert sich daher allmählich – womit eine weitere wichtige Voraussetzung für die Ablösung des Franken-Libor geschaffen wird.

**Abb. 3: Strukturelle Unterschiede zwischen SARON und Libor**

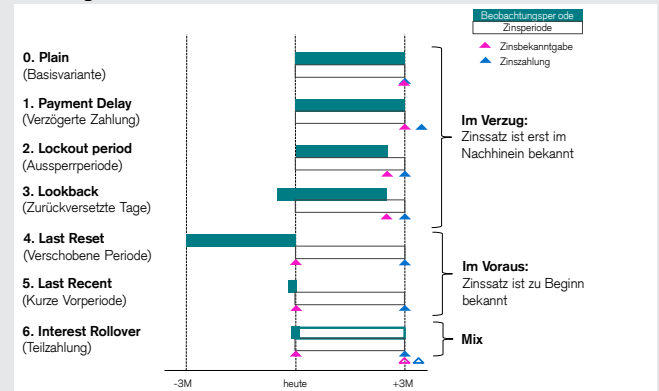
Libor-Zinsen enthalten zusätzlich eine Kreditrisiko- und eine Laufzeitprämie



Quelle: Credit Suisse

**Abb. 4: Varianten für die Berechnung des SARON-Langfristzinses**

Varianten in Bezug auf Beobachtungsperiode, Zahlungsdatum und Zinsbekanntgabe



Quelle: Nationale Arbeitsgruppe (NWG), Credit Suisse

# Zusammenfassung der Empfehlungen

Marktzugang sicherstellen	Steuerliche Herausforderungen zügig angehen	Prudenzielle Regulierung umsichtig finalisieren	Die Zeit für Reformen der Altersvorsorge drängt	Sustainable Finance Policy sinnvoll gestalten
<b>Regierung, Parlament und Aufsichtsbehörden:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Abschluss eines mehrheitsfähigen institutionellen Rahmenabkommen mit der EU.</li> <li>Wahrung der guten Beziehungen mit dem Vereinigten Königreich nach dem Brexit und bis zum Ende der Übergangsphase; anschliessend Vertiefung der bilateralen Beziehungen mit Schwerpunkt auf Verbesserung des Markt Zugangs für Finanzdienstleistungen.</li> <li>Verbesserung des bilateralen Marktzutritts zu Kernmärkten im EU-/EWR-Raum sowie ausserhalb der EU mittels entsprechender Abkommen verbessern und mittel- bis langfristig ausbauen.</li> <li>Enge Involvierung der Finanzbranche bei der Verbesserung der aktuellen Bedingungen und der Ausarbeitung von langfristig praktikablen Markt Zugangslösungen.</li> <li>Weiterentwicklung und Intensivierung des (Finanz-)Dialogs mit ausländischen Behörden und Regulatoren.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Zügiges Vorantreiben der Bestrebungen zur Abschaffung der Stempelabgaben.</li> <li>Angemessener Einbezug der Banken bei der Ausarbeitung des neuen Verrechnungssteuersystems und Berücksichtigung folgender Eckwerte: Einfachheit in der Ausgestaltung, Begrenzung der Haftung für Zahlstellen sowie Entschädigung für Zahlstellen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umsetzung des Regelwerks «Basel III» zeitlich und inhaltlich im Gleichschritt mit relevanten Finanzplätzen (vor allem EU, Vereinigtes Königreich, USA).</li> <li>Ausschöpfung nationaler Handlungsspielräume zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes.</li> <li>Fortführung der engen Zusammenarbeit mit der Finanzbranche.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Reformen der AHV und der beruflichen Vorsorge zügig angehen. Langfristige Sicherung der Schweizer Vorsorgewerke gewährleisten: Anpassung des Mindestumwandlungssatzes, graduelle Anpassung des Rentenalters an die demografischen Entwicklungen.</li> <li>Festlegung von wichtigen Parametern Umwandlungssatz, technischer Zins und Mindestzins vom politischen Einfluss befreien.</li> <li>Einkauf in die private Vorsorge (3a) nachträglich ermöglichen, wenn vorübergehend kein AHV-pflichtiges Einkommen erzielt wird (Babypause usw.).</li> <li>Anpassung der rechtlichen Rahmenbedingungen, um zu ermöglichen, dass Guthaben aus 1e-Vorsorgeplänen während zwei Jahren in einer Freizügigkeitseinrichtung belassen werden können.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Umsetzung geeigneter Rahmenbedingungen zur Förderung von Sustainable Finance, beispielsweise durch Regeln zur Internalisierung externer Kosten (z.B. angemessene Preise für Kohlenstoffemissionen), zur Vermeidung von Greenwashing und zur Reduktion von Vorschriften, die einen Übergang zu einem nachhaltigen Finanzsektor behindern.</li> <li>Zurückhaltung in Bezug auf eine möglicherweise unterschiedliche prudenzielle Behandlung grüner und nichtgrüner Vermögenswerte, bis ein stabiler kausaler Zusammenhang zwischen dem Risikoprofil einer Anlage und ihrer Nachhaltigkeitseinstufung nachgewiesen ist.</li> <li>Bestrebungen zu einer Vereinheitlichung der regulatorischen Anforderungen zwischen verschiedenen Ländern (also kein «Swiss Finish»). Insbesondere ist auf eine internationale Abstimmung der zurzeit entstehenden Stresstestmethoden zu achten, um eine potenzielle Fragmentierung des Marktes zu beschränken.</li> <li>Frühe und aktive Partizipation der Schweizer Regierung in internationalen Koordinationsgremien wie dem NGFS oder der EU Platform for Sustainable Finance.</li> </ul>
<b>Wirtschaft und Banken:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Frühzeitige Identifikation von Marktzutritts Hindernissen und aktive Mitarbeit bei der Suche und Erarbeitung von praktikablen Markt Zugangslösungen im Rahmen der bestehenden Gremien.</li> <li>Sensibilisierung von Politik und Öffentlichkeit hinsichtlich der Bedeutung des Markt Zugangs zur EU für den Finanzplatz und den Wirtschaftsstandort Schweiz.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verstärktes Einbringen der Emittenten und Banken in die Diskussion zur Förderung des Schweizer Kapitalmarkts.</li> <li>Aktives Mitwirken an der Erarbeitung einer praktikablen und zielführenden Lösung für die Reform der Verrechnungssteuer.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Einbringen von Branchenexpertise in Zusammenarbeit mit Behörden.</li> <li>Frühzeitige und umsichtige Planung zur Umsetzung des Regelwerks «Basel III».</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Angebot an gut diversifizierten, einfachen und kosteneffizienten Anlagelösungen unter BVV 2 für alle Anlagehorizonte bereitstellen.</li> <li>Risikoaufklärung und Beratung der Vorsorgenehmer in Anlagefragen über alle Generationen hinweg sicherstellen.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ausrichtung der Finanzflüsse auf die im Pariser Abkommen formulierten Klimaziele, z.B. durch Unterzeichnung der PRB der Vereinten Nationen, sowie Entwicklung von Methoden, um Anleihenportfolios mit dem angestrebten Temperaturanstieg von «deutlich unter 2 °C» in Einklang zu bringen.</li> <li>Ausbau der Palette und des Umfangs nachhaltiger Finanzprodukte, um die steigende Kundennachfrage befriedigen zu können.</li> <li>Verbesserung der Berichterstattungspraktiken und der Offenlegung bezüglich ESG Aspekten auf Unternehmensebene.</li> </ul>



# Wichtige Informationen

Dieser Bericht bildet die Ansicht des CS Investment Strategy Departments ab und wurde nicht gemäss den rechtlichen Vorgaben erstellt, die die Unabhängigkeit der Investment-Analyse fördern sollen. Es handelt sich nicht um ein Produkt der Research Abteilung von Credit Suisse, auch wenn Bezüge auf veröffentlichte Research-Empfehlungen darin enthalten sind. CS hat Weisungen zur Lösung von Interessenkonflikten eingeführt. Dazu gehören auch Weisungen zum Handel vor der Veröffentlichung von Research-Ergebnissen. Diese Weisungen finden auf die in diesem Bericht enthaltenen Ansichten der Anlagestrategien keine Anwendung.

## Risikowarnung

Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere in Bezug auf Wert- und Renditeschwankungen. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse: <https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/>

Dieser Bericht kann Informationen über Anlagen, die mit besonderen Risiken verbunden sind, enthalten. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Zusätzliche Informationen erhalten Sie ausserdem in der Broschüre «Besondere Risiken im Effektenhandel», die Sie bei der Schweizerischen Bankiervereinigung erhalten.

**Vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Die Wertentwicklung kann durch Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinflusst werden.**

### Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine zuverlässigen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen. Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

### Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und Schuldnern, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Ausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen in Schwellenmärkten ergeben, und Ihre Portfolio-Strukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern beraten lassen.

### Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstra-

tegie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können.

Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Risiko, einschliesslich Totalverlust, und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Die Performance dieser Anlagen hängt von unvorhersehbaren Faktoren ab, etwa Naturkatastrophen, Klimaeinflüssen, Transportkapazitäten, politischen Unruhen, saisonalen Schwankungen und starken Einflüssen aufgrund von Fortschreibungen, insbesondere bei Futures und Indizes.

Anleger in Immobilien sind Liquiditäts-, Fremdwährungs- und anderen Risiken ausgesetzt, einschliesslich konjunktureller Risiken, Vermietungsrisiken und solcher, die sich aus den Gegebenheiten des lokalen Marktes, der Umwelt und Änderungen der Gesetzeslage ergeben.

### Private Equity

Private Equity (hiernach «PE») bezeichnet private Investitionen in das Eigenkapital nicht börsennotierter Unternehmen. Diese Anlagen sind komplex, meistens illiquide und langfristig. Investitionen in einen PE-Fonds sind in der Regel mit einem hohen finanziellen und/oder geschäftlichen Risiko verbunden. Anlagen in PE-Fonds sind nicht kapitalgeschützt oder garantiert. Die Investoren müssen ihre Kapitalnachschusspflicht über lange Zeiträume erfüllen. Wenn sie dies nicht tun, verfällt möglicherweise ihr gesamtes Kapital oder ein Teil davon, sie verzichten auf künftige Erträge oder Gewinne aus Anlagen, die vor dem Ausfall getätigt wurden, und verlieren unter anderem das Recht, sich an künftigen Investitionen zu beteiligen, oder sind gezwungen, ihre Anlagen zu einem sehr niedrigen Preis zu verkaufen, der deutlich unter den Bewertungen am Sekundärmarkt liegt. Unternehmen oder Fonds können hochverschuldet sein und deshalb anfälliger auf ungünstige geschäftliche und/oder finanzielle Entwicklungen oder Wirtschaftsfaktoren reagieren. Diese Investitionen können einem intensiven Wettbewerb, sich ändernden Geschäfts- bzw. Wirtschaftsbedingungen oder sonstigen Entwicklungen ausgesetzt sein, die ihre Wertentwicklung ungünstig beeinflussen.

### Zins- und Ausfallrisiken

Die Werthaltigkeit einer Anleihe hängt von der Bonität des Emittenten bzw. des Garanten ab und kann sich während der Laufzeit der Anleihe ändern. Bei Insolvenz des Emittenten und/oder Garanten der Anleihe ist die Anleihe oder der aus der Anleihe resultierende Ertrag nicht garantiert und Sie erhalten die ursprüngliche Anlage möglicherweise nicht oder nur teilweise zurück.

## Investment Strategy Department

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

Gelegentlich beziehen sich Anlagestrategen auf zuvor veröffentlichte Research-Artikel, einschl. Empfehlungen und Rating-Änderungen, die in Listenform zusammengestellt werden. Die darin enthaltenen Empfehlungen sind Auszüge und/oder Verweise auf zuvor veröffentlichte Empfehlungen von Credit Suisse Research. Bei Aktien bezieht sich dies auf die entsprechende Company Note oder das Company Summary des Emittenten. Empfehlungen für Anleihen sind dem entsprechenden Research Alert (Anleihen) oder dem Institutional Research Flash/Alert – Credit Update Switzerland zu entnehmen. Diese Publikationen sind auf Wunsch erhältlich oder können von <https://investment.credit-suisse.com> heruntergeladen werden. Offenlegungen sind unter [www.credit-suisse.com/disclosure](http://www.credit-suisse.com/disclosure) zu finden.

## 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 müsste.

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

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

Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko. **DATENSCHUTZ:** Ihre Personendaten werden gemäss der Datenschutzerklärung von Credit Suisse verarbeitet, die Sie von zu Hause aus über die offizielle Homepage von Credit Suisse - <https://www.credit-suisse.com> - abrufen können. Um Sie mit Marketingmaterial zu unseren Produkten und Leistungen zu versorgen, können Credit Suisse Group AG und ihre Tochtergesellschaften Ihre wichtigsten Personendaten (d. h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse) verarbeiten, bis Sie uns davon in Kenntnis setzen, dass Sie diese nicht mehr erhalten wollen. Sie können dieses Material jederzeit abbestellen, indem Sie Ihren Kundenberater benachrichtigen.

#### Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Bahrain:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse AG, Bahrain Branch, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Business Firm der Kategorie 2 zugelassen ist und beaufsichtigt wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich professionellen Kunden oder qualifizierten Anlegern gemäss Definition der CBB angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. Die CBB hat dieses Dokument oder die Vermarktung eines Anlageinstruments, auf das hier Bezug genommen wird, im Königreich Bahrain weder geprüft noch genehmigt und haftet nicht für die Wertentwicklung eines solchen Anlageinstruments. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, eine Niederlassung der Credit Suisse AG, Zürich/Schweiz befindet sich an folgender Adresse: Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France («französische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und den beiden französischen Aufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und Autorité des Marchés Financiers. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten Abschlüsse werden auf Wunsch bereitgestellt. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INF000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. NZ000248233) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai – 400 018, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, verteilt. **Katar:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (Qatar) L.L.C., die von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) unter der QFC-Lizenz-Nummer 00005 zugelassen ist und reguliert wird. Alle betreffenden Finanzprodukte oder Dienstleistungen werden ausschliesslich Firmenkunden oder Marktkontrahenten (gemäss Definition der QFCRA) angeboten, einschliesslich natürlicher Personen, die sich als Firmenkunden einstufen liessen, mit einem Nettovermögen von mehr als QR 4 Millionen und ausreichenden Finanzkenntnissen, -erfahrungen und dem entsprechenden Verständnis bezüglich solcher Produkte und/oder Dienstleistungen. Daher dürfen andere Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die

Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die 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 veröffentlicht von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexiko:** Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) and C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («Credit Suisse Mexico»). Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt keine Empfehlung, Beratung oder Einladung zur Durchführung einer Transaktion dar und ersetzt nicht die direkte Kommunikation mit Ihrem Kundenberater bei der Credit Suisse Mexiko vor der Ausführung einer Finanzinvestition. Die Personen, die dieses Dokument ausgearbeitet haben, erhalten von keinem anderen Unternehmen der Credit Suisse Group als demjenigen, das sie beschäftigt, eine Zahlung oder Vergütung. Die Prospekte, Angebotsunterlagen, Termsheets, Anlagestrategien, Jahresberichte und periodischen Finanzinformationen enthielten nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente sind kostenlos erhältlich, direkt beim Emittenten von Wertpapieren und bei Anlagefondsmanagern oder auf der Wertpapier- und Börsen-Webseite sowie bei Ihrem Kundenberater bei der Credit Suisse Mexiko. Die hierin enthaltenen Informationen ersetzen nicht die Kontoauszüge, den INFORME DE OPERACIONES und/oder Bestätigungen, die Sie von der Credit Suisse Mexiko gemäss den für Finanzinstitute und andere Personen, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, geltenden allgemeinen Regeln erhalten. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein nach dem Securities Market Law («LMV») ordnungsgemäss eingetragener Anlageberater, der bei der National Banking and Securities Commission («CNBV») unter der Foliennummer 30070 registriert ist und daher keine Bank ist, weder zur Entgegennahme von Einlagen noch zur Verwahrung von Wertpapieren berechtigt ist und nicht der Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. angehört. Gemäss den Bestimmungen des LMV ist die C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. kein unabhängiger Anlageberater gemäss ihrer Beziehung zur Credit Suisse AG, einem ausländischen Finanzinstitut, und ihrer indirekten Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. Die Personen, die dieses Dokument erstellt haben, erhalten von keinem anderen Unternehmen der Credit Suisse Group als demjenigen, das sie beschäftigt, eine Zahlung oder Vergütung. **Niederlande:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Netherlands Branch («niederländische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die niederländische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der niederländischen Aufsichtsbehörde De Nederlandsche Bank (DNB) sowie der niederländischen Marktaufsicht Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Österreich:** Dieser Bericht wird von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich («österreichische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die österreichische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien, Österreich. **Portugal:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Sucursal em Portugal («portugiesische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse

(Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die portugiesische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörde Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Südafrika:** Die Verteilung dieser Informationen erfolgt über Credit Suisse AG, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 9788 registriert ist, und/oder über Credit Suisse (UK) Limited, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 48779 registriert ist. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem Unternehmen, das bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragen ist, verteilt. **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Levazim Mahallesi, Kuru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasvler No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul, Türkei. Vereinigtes Königreich: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Wird dieser Bericht im Vereinigten Königreich von einem ausländischen Unternehmen vertrieben, das im Rahmen des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 keiner Ausnahme unterliegt, gilt Folgendes: Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz von Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise ausgerichtet werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich in Zukunft ändern.

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

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2020 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

20C013A\_IS



**CREDIT SUISSE AG**  
P.O. Box 100  
CH-8070 Zürich  
**[credit-suisse.com](https://www.credit-suisse.com)**