

# Schweizer Wirtschaft: Wie weiter?

Monitor Schweiz | 1. Q 2020

Konjunktur Schweiz  
**Eine kurze Rezession scheint  
unvermeidbar**

Seite 5

Fokus Aussenhandel  
**Langfristige Risiken fürs  
Schweizer Exportwunder**

Seite 10

Geldpolitik  
**Stärkerer Fokus auf Inflation  
könnte Akzeptanz der  
Geldpolitik erhöhen**

Seite 15



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

Nannette Hechler-Fayd'herbe  
Head of Global Economics & Research  
+41 44 333 17 06  
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Oliver Adler  
Chefökonom Schweiz  
+41 44 333 09 61  
oliver.adler@credit-suisse.com



## **Autoren**

Oliver Adler  
Maxime Botteron  
Sara Carnazzi Weber  
Emilie Gachet  
Tiziana Hunziker  
Alexander Lohse  
Claude Maurer  
Thomas Rieder  
Fabian Waltert



## **Bestellungen**

Direkt bei Ihrem Kundenberater



## **Mitwirkung**

Ewelina Krankowska-Kedziora  
Christine Mumenthaler  
Andreas Weber



## **Redaktionsschluss**

18. März 2020



## **Copyright**

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

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Das dominierende Thema der letzten Wochen ist der Ausbruch des Coronavirus. Der Erreger hat in der Zwischenzeit über hundert Länder erfasst, darunter auch die Schweiz. Wie schwerwiegend die Konsequenzen der Epidemie sein werden, ist noch nicht genau abzuschätzen. Die gesundheitlichen Folgen werden primär von der Verbreitungsrate des Virus, der Qualität des Gesundheitssystems sowie der Anfälligkeit der Bevölkerung – ältere Menschen sind wesentlich gefährdeter als junge – abhängen. Die Verbreitungsrate wiederum wird stark von der Wirksamkeit der Vorsichtsmassnahmen der Behörden und der Bevölkerung beeinflusst werden.

Diese Massnahmen sind natürlich nötig, doch können sie paradoxerweise die negativen wirtschaftlichen Folgen des Virus-Ausbruchs zumindest kurzfristig noch verstärken. Quarantänen oder Reiseverbote führen beispielsweise zu markanten Einbussen im Luftverkehr, im Tourismus und in der Unterhaltungsbranche. Ob die Arbeit zu Hause («Home Office»), die auch wir selbst derzeit zum Schutz unserer Angestellten forcieren, zu Umsatzeinbussen führt, wird sich weisen.

Wie heftig die Schweizer Wirtschaft insgesamt von der Krise betroffen sein wird, hängt naturgemäss stark von den Entwicklungen bei den wichtigsten Handelspartnern ab. In unserer revidierten Konjunkturprognose versuchen wir, diese Auswirkungen zu quantifizieren (vgl. S. 5). Auch der Fokusartikel dieser «Monitor»-Ausgabe befasst sich mit dem Aussenhandel (vgl. S. 10). Wir gehen darin den Faktoren näher auf den Grund, die seit Jahren zu einem steigenden Exportüberschuss der Schweiz geführt haben, obwohl der Schweizer Franken insbesondere seit 2008 markant aufgewertet hat. Es geht uns primär darum, allfällige Risiken für das «Exportwunder» Schweiz zu identifizieren. Dazu zählen die im internationalen Vergleich überaus hohen Ausgaben für Pharmazeutika in den USA sowie der bis anhin vergleichsweise starke US-Dollar – zwei Faktoren, die beide unter Druck geraten könnten.

Für die Schweizer Wirtschaftspolitik impliziert all dies zweifelsohne, dass der breiten Diversifikation der Exporte grössere Beachtung geschenkt werden sollte. Das praktischste – ja sogar einzig effiziente – Mittel hierfür ist, eine allzu rasche Aufwertung des Frankens zu verhindern. Dies wiederum bedeutet, dass es auf absehbare Zeit keine Alternative zur Negativzinspolitik der Schweizerischen Nationalbank gibt. Ein weniger rasch aufwertender Franken würde unsere Wirtschaft natürlich auch zu einem gewissen Mass vor Importen «schützen». Doch wer argumentiert, die aktuelle Krise beweise, dass wir uns generell weniger auf Importe – z.B. aus China – verlassen sollten, zieht einen Fehlschluss. Günstige Importe systematisch durch (teurere) inländische Produkte zu ersetzen würde den Wohlstand in der Schweiz grundlegend gefährden. Der internationale Handel bleibt der Grundpfeiler für den Erfolg unserer Wirtschaft. Im Übrigen würde uns eine Politik der Abschottung ganz sicher nicht vor Viren jeglicher Art bewahren.



André Helfenstein  
CEO Credit Suisse (Schweiz) AG



Oliver Adler  
Chefökonom Schweiz

<b>Konjunktur Schweiz und globales Umfeld</b>	<b>5</b>
<b>Eine kurze Rezession scheint unvermeidbar</b>	
Ein beträchtlicher konjunktureller Dämpfer im Gefolge der Coronakrise ist unvermeidbar. Wir haben unsere Prognose für das Schweizer Wirtschaftswachstum 2020 abermals gesenkt und gehen nun von einem Rückgang des Bruttoinlandprodukts um 0.5% aus. Die Prognose ist höchst unsicher, sind doch die Übertragungsketten nicht nur beim Virus selbst, sondern auch innerhalb der Wirtschaft vielschichtig und komplex.	
<b>Konjunktur Monitor</b>	<b>9</b>
<b>Fokus – Aussenhandel</b>	<b>10</b>
Trotz Frankenstärke hat die Schweiz in den letzten 20 Jahren regelmässig Handelsbilanzüberschüsse verzeichnet. Die Exporte haben in diesem Zeitraum stark vom Wachstum in den USA und China sowie vom Pharmaboom profitiert. Die Abhängigkeit von Letzterem birgt aber gewisse Risiken.	
<b>Geldpolitik</b>	<b>15</b>
<b>Stärkerer Fokus auf Inflation könnte Akzeptanz der Geldpolitik erhöhen</b>	
Die Europäische Zentralbank und die US-Notenbank nehmen dieses Jahr eine Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie vor. Unseres Erachtens sollte die Schweizerische Nationalbank diese Gelegenheit nutzen, um ihre Kommunikationsstrategie wieder vermehrt auf ihr Inflationsziel statt auf die Bewertung des CHF auszurichten.	
<b>Geldpolitik I Monitor</b>	<b>17</b>
<b>Immobilien   Monitor</b>	<b>18</b>
<b>Credit Suisse Vorlaufindikatoren</b>	<b>19</b>
<b>Prognosen und Indikatoren</b>	<b>21</b>

# Eine kurze Rezession scheint unvermeidbar

**Ein beträchtlicher konjunktureller Dämpfer im Gefolge der Coronakrise ist unvermeidbar. Wir haben unsere Prognose für das Schweizer Wirtschaftswachstum 2020 abermals gesenkt und gehen nun von einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 0.5% aus. Die Prognose ist höchst unsicher, sind doch die Übertragungsketten nicht nur beim Virus selbst, sondern auch innerhalb der Wirtschaft vielschichtig und komplex.**

## **Prognose mit hohen Unsicherheiten**

Eines ist sicher: Das Schweizer Wirtschaftswachstum wird 2020 noch einmal deutlich schwächer ausfallen als bis vor kurzem erwartet. Wir haben unsere Prognose abermals abwärts revidiert. Neu gehen wir im Jahresdurchschnitt 2020 sogar von einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 0.5% aus (bisher von einem Wachstum um 1%). Die Unsicherheiten rund um diese Prognose sind allerdings hoch. Denn die Wirtschaft wird einerseits von einem Angebotschock getroffen – Massnahmen gegen die Virusverbreitung hemmen die Mobilität von Waren und Menschen, Verkaufsstellen bleiben geschlossen usw. Gleichzeitig sinkt die Nachfrage ausländischer wie auch inländischer Konsumenten und Unternehmen als Folge der Verunsicherung durch das Coronavirus sowie der zumindest temporär rückläufigen Einkommen und Gewinne. Die Gegenmassnahmen der Geld- und Fiskalbehörden werden den Nachfragerückgang zumindest im laufenden Jahr wohl nicht ganz kompensieren können. Unserer Prognose liegt die Annahme zu Grunde, dass die aktuelle Ausnahmesituation nur bis Mitte Mai andauert, sich danach aber wieder graduell entspannen wird. In diesem Fall sollte das Wachstum gegen Ende 2020 vor allem dank der globalen Stimulusmassnahmen stark anziehen, und 2021 könnte es durchaus zu einem Überschiessen des Wachstums kommen. Sollte die Pandemie länger andauern, müsste hingegen mit einer länger anhaltenden Wachstumsschwäche gerechnet werden.

## **Rezession in Europa lastet auf der Exportwirtschaft**

Die Weltwirtschaft wird in den kommenden Monaten stark an Schwung verlieren. In China scheint die Talsohle nach einem überaus heftigen Wachstumseinbruch bereits erreicht und es hat eine langsame Erholung begonnen. Auch in anderen asiatischen Ländern ist mit einer graduellen Erholung zu rechnen, allerdings mit Verzögerung. Die Eurozone und die USA befinden sich noch in der ersten Phase des Abschwungs. Diese Entwicklungen – vor allem die zu erwartende Rezession in der Eurozone – treffen die Schweizer Exportwirtschaft unmittelbar, obschon der Einfluss der Wachstumsverlangsamung der einzelnen Handelspartner beträchtlich variiert und die Branchen in der Schweiz unterschiedlich stark betroffen sind. Im Fall des wichtigsten Handelspartners Deutschland (mit einem Exportanteil von 18%) geht 1 Prozentpunkt weniger Wirtschaftswachstum mit einem um 3 Prozentpunkte geringeren Wachstum der Nachfrage nach Gütern aus der Schweiz einher. In das bislang in Europa am härtesten vom Virus betroffene Italien werden derweil rund 6% aller Warenexporte geliefert. Gemäss unseren Analysen sinkt auch dort die Nachfrage nach Schweizer Gütern überproportional stark.

## **6% der Exporte gehen nach China**

Nach China gehen zwar nur rund 6% aller Schweizer Warenausfuhren, da der Wachstumsrückgang in China aber Auswirkungen auf zahlreiche andere Länder weltweit hat, sind die Schweizer Exporte ebenfalls in beträchtlichem Mass betroffen. Wie stark die Gesamtexporte leiden, wird natürlich auch von der Wachstumsentwicklung in den USA abhängen, welche in der Zwischenzeit zum zweitwichtigsten Handelspartner der Schweiz aufgestiegen sind (vgl. Abb.). Insgesamt gehen wir in unseren neuen Prognosen davon aus, dass die Schweizer Warenexporte dieses Jahr abnehmen und damit sogar deutlich schwächer ausfallen werden als nach dem Frankenschock im Jahr 2015. Der Einbruch sollte aber weniger stark sein als in der globalen Rezession 2009.

## Trotz robusten Pharmaexporten nimmt das Aussenhandelsvolumen ab

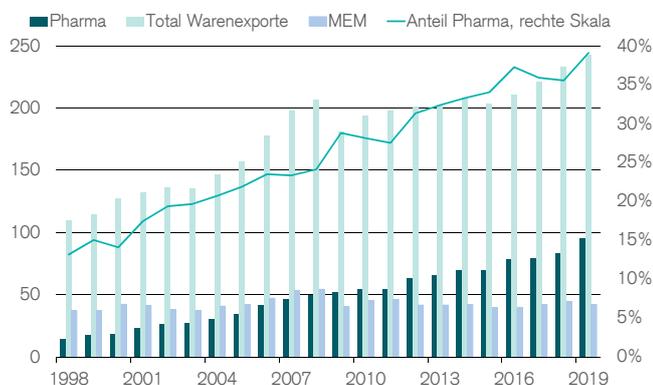
Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass der Anteil der Pharmaexporte heute deutlich grösser ist und ein hoher Anteil dieser Güter in die USA exportiert wird. Die Nachfrage nach Pharmazeutika reagiert eher wenig auf kurzfristige Schwankungen im ausländischen Wachstum. Der längerfristige Trend im Wohlstand in den Abnehmerländern ist für die Pharmaexporte der dominante Treiber (vgl. Abb.). Obwohl sich die Schweizer Gesamtexporte beträchtlich abschwächen dürften, ist die Wirkung auf das BIP nicht ganz so stark, da ein schwächeres Exportwachstum in der Regel mit tieferen Importen einhergeht, werden doch weniger Vorleistungen aus dem Ausland benötigt. Gemäss Schätzungen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ist in Schweizer Industriexporten im Durchschnitt rund ein Drittel an ausländischen Vorleistungen enthalten. Trotzdem wird die derzeit absehbare Abkühlung der Weltwirtschaft das Schweizer BIP-Wachstum um rund 0.7 Prozentpunkte verringern.

## Unternehmen im Überlebensmodus

Angesichts der weltweit schwächeren Nachfrage, der hohen Unsicherheiten und der konkreten Schwierigkeiten infolge des Coronavirus-Ausbruchs werden die Unternehmen ihre Investitionstätigkeit zumindest eine Weile zurückschrauben. Die Investitionen in Maschinen und Ausrüstungen dürften entsprechend zurückgehen. Wir rechnen aber über das ganze Jahr betrachtet nicht mit einem eigentlichen Einbruch der Investitionstätigkeit in der Schweiz. Dies zumindest, solange der internationale Warenverkehr mehr oder weniger funktioniert und die Arbeitskräfte in der Schweiz sowie die Zupendler in die Schweiz auch künftig mobil sind. Zwei Gründe sprechen gegen einen Einbruch, wie wir ihn beispielsweise in der globalen Rezession 2009 erlebt haben: Erstens dürfen die Unternehmen mit einer hohen Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, dass sich die Situation noch dieses Jahr entspannen wird – ein Ende der Ausnahmesituation ist somit absehbar. Darauf deuten zumindest die Erfahrungen mit dem Virusausbruch in China hin. Laut unseren Analysen des Investitionsverhaltens von Unternehmen während von Unsicherheit geprägten Phasen (vgl. Monitor Schweiz, 2. Quartal 2017) werden Investitionen erst dann storniert, wenn deutlich wird, dass sich die Nachfragesituation nachhaltig ändert. In der globalen Rezession 2009 herrschte beispielsweise die Befürchtung vor, dass die Konjunktur erst dann wieder Tritt fassen würde, wenn die Immobilienkrise in den USA bewältigt sei – was in der Regel mehrere Jahre dauert. Zweitens herrscht in der Politik mittlerweile Konsens darüber, dass Unterbrüche in Lieferketten möglichst verhindert werden müssen. Lieferunterbrüche hemmen nämlich nicht nur die Produktion, sondern können auch Auswirkungen auf die Liquidität von Unternehmen haben. Dauern sie länger an, fehlt den Unternehmen der für die Investitionsfinanzierung wichtige Cashflow. Die dank der Unternehmenssteuerreform tieferen Unternehmenssteuern, die günstigen Finanzierungsbedingungen sowie staatliche Massnahmen sollten in diesem Kontext den Rückgang der Investitionen abfedern. Die Bauinvestitionen dürften mit einem Minus von 0.5% ebenfalls rückläufig sein, obwohl die Zinsen anhaltend extrem tief sind und wir davon ausgehen, dass die meisten Baustellen offen bleiben. Die Verunsicherung wird jedoch dämpfend wirken. Wir haben auch ohne Pandemie erwartet, dass die steigenden Leerstände im Mietwohnungssegment zu einem Rückgang der Neuprojekte führen würden.

### Der Anteil der Pharmaexporte hat deutlich zugenommen

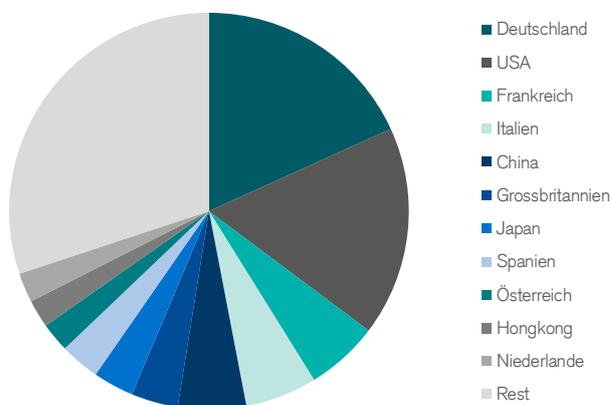
In Mrd. CHF pro Jahr, Anteil Pharma in %, rechte Skala



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

### Abnehmerländer Schweizer Exporte

Anteile Warenexporte 2019\*



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse \*ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine, Kunstgegenstände und Antiquitäten

## **Kurzfristig bricht der Konsum regelrecht ein**

Der Effekt der Coronakrise auf den privaten Konsum wird in den kommenden Monaten sicherlich massiv sein. Rund ein Drittel der durchschnittlichen Konsumausgaben eines Schweizer Haushalts fliesst gemäss unseren Schätzungen in Güter und Leistungen, die derzeit weniger nachgefragt werden bzw. deren Verkauf gar nicht oder nur noch online möglich ist. Beispielsweise entfallen während mindestens einem Monat Restaurantbesuche (die gemäss Haushaltsbudgeterhebung des Bundesamtes für Statistik 9% aller Konsumausgaben ausmachen) sowie Eintritte für Sportveranstaltungen, Theater und Konzerte (4% aller Konsumausgaben). Manch ein Haushalt wird seine Ausgaben für Hotels (2%), Autos (2%) oder Pauschalreisen (3%) reduzieren wollen oder müssen. Unter der sehr groben Annahme, dass diese Ausgaben während zweier Monate um die Hälfte gesenkt werden, brechen etwa 8% der privaten Konsumausgaben weg. Und dies selbst dann, wenn berücksichtigt wird, dass derzeit umgekehrt Güter wie Nahrungsmittel gehamstert (Anteil Nahrungsmittel: 11%) oder gewisse Gesundheitsdienstleistungen vermehrt nachgefragt werden.

## **Online-Handel im Hoch**

Es ist davon auszugehen, dass derzeit markant mehr Güter online bestellt werden. Gemäss unseren Schätzungen wird der Anteil der Online-Umsätze am gesamten Detailhandel von heute rund einem Fünftel im Non-Food-Bereich und knapp 3% im Food-Bereich markant zunehmen. Und weil der Anteil ausländischer Anbieter im Onlinehandel mit rund 20% vergleichsweise hoch ist, nimmt dessen Anteil am gesamten Umsatzvolumen automatisch zu. Umgekehrt gilt es aber zu bedenken, dass der klassische Einkaufstourismus wegen der Verkehrsbeschränkungen über eine längere Zeit stark einbrechen wird, womit der Schweizer Anteil am Detailhandel insgesamt sogar leicht steigen dürfte – dies aber bei insgesamt deutlich tieferen Gesamtumsätzen.

## **Ein Teil der Käufe dürften nachgeholt werden**

Wenn unsere Annahme zutrifft, dass sich die Situation um das Coronavirus im Jahresverlauf entspannen wird, ist davon auszugehen, dass ein Teil der in den kommenden Monaten nicht getätigten Käufe nur verschoben und nachgeholt wird. Zudem wird ein Teil der Konsumgüter importiert, wodurch Auswirkungen der hiesigen Konsumrezession ins Ausland abfliessen. Bei den besonders konjunktursensitiven langlebigen Konsumgütern beispielsweise beträgt die Importquote schätzungsweise zwei Drittel.

## **Wie weiter mit dem privaten Konsum nach dem Einbruch?**

Für eine Prognose des Verlaufs des Konsumwachstums nach dem unmittelbaren Einbruch aufgrund des Lockdowns hilft dessen Zerlegung in die zwei treibenden Faktoren: Anzahl Konsumenten (also annäherungsweise die Einwohnerzahl) und Konsum pro Einwohner. Angesichts der geschlossenen Grenzen und weniger Neuanstellungen dürfte sich die Nettozuwanderung und damit die Zunahme der Einwohnerzahl deutlich verlangsamen. Wir rechnen mit einer Nettozuwanderung von noch 35'000–40'000 Personen für das Gesamtjahr 2020 (nach 53'000 im Vorjahr). Derweil hängt der Konsum pro Einwohner vom (kaufkraftbereinigten) Einkommen und der Konsumquote (Anteil des Einkommens, der für Konsum aufgewendet wird) ab. Gemäss unseren Prognosen sollten die Nominallöhne dieses Jahr um 0.5% höher ausfallen als im Vorjahr, und dank der negativen Inflation (–0.3%) dürfte sich das Reallohnplus auf 0.7% belaufen – dies nach einem Rückgang von 0.4% im Jahr 2018 und einem nur marginalen Zuwachs von 0.1% im Vorjahr. Nicht berücksichtigt werden in dieser Berechnung die zum Teil starken Einkommensausfälle vieler Selbstständigerwerbenden und temporäre Lohnreduktionen durch Kurzarbeit. Beides verringert offensichtlich das Einkommenspotenzial.

## **Kurzarbeit hilft dem Arbeitsmarkt**

Die Konsumquote wiederum wird wohl nur kurzfristig und mangels Konsummöglichkeiten quasi «automatisch» während des Lockdowns fallen, sich danach aber wieder normalisieren. Für die Konsumlaune der Konsumenten ist gemäss unseren Analysen die Sicherheit der eigenen Arbeitsstelle entscheidend. Und derzeit gehen wir nicht von einem markanten Anstieg der Arbeitslosenquote aus (diese dürfte von heute 2.3% bis Ende Jahr auf 2.9% steigen), verfügt doch der Arbeitsmarkt mit der Kurzarbeit über ein wirksames Instrument zur Abfederung von kurzfristigen Schocks wie Lieferunterbrüchen oder Betriebsverboten.

## **Privater Konsum schrumpft erstmals seit 1993**

Insgesamt dürfte der private Konsum nach dem Einbruch in den kommenden Monaten zwar wieder zunehmen, im Jahresdurchschnitt aber sinken. Dies ist der erste Rückgang seit 1993. Damit entfällt ein wichtiger Puffer für das Schweizer Wachstum in der globalen Rezession oder der Eurokrise zumindest vorübergehend.

## Staatliche Massnahmen mildern die Auswirkungen des Lockdowns

Eine tiefere Rezession kann somit nur abgewendet werden, wenn der Coronavirus-Ausbruch rasch unter Kontrolle gebracht wird und die negativen Auswirkungen des dafür notwendigen staatlich verordneten Lockdowns abgefedert werden können. Die Bedeutung der Kurzarbeit zur Stützung der Konjunktur wurde bereits erwähnt. Weitere Massnahmen sind gesprochen oder in Erarbeitung, wobei jedes Instrument darauf geprüft werden sollte, dass es zeitnah, temporär und gezielt wirkt. Spielraum ist durchaus vorhanden, selbst unter Einhaltung der Schuldenbremse. Insgesamt sollte der staatliche Konsum gemäss unseren Prognosen dieses Jahr deutlich zunehmen und damit einen willkommenen Beitrag zur Stabilisierung der Konjunktur leisten. Sollten unsere Prognosen zutreffen, so dürfte der Corona-bedingte Einbruch weniger stark sein und wesentlich rascher ausgegült sein als derjenige von 2009 (vgl. Abb.).

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

---

### Corona-Einbruch im historischen Vergleich

BIP, real, Index: 1981 Q1 = 100



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse (ab Q1 2020 Prognose)

## Inflation

Aufgrund des Kurssturzes am Ölmarkt und der Aufwertung des Schweizer Frankens dürften die Preise von importierten Gütern deutlich sinken, während die inländischen Preise kaum steigen werden. Im Gesundheitssektor setzt sich der Trend zu rückläufigen Preisen fort, während die jüngste Senkung des Referenzzinssatzes, der für die Mietzinsgestaltung relevant ist, zu tieferen Mieten führen könnte. Wir revidieren daher unsere Inflationsprognose für 2020 auf durchschnittlich  $-0.3\%$  (vorher:  $+0.3\%$ ). Für 2021 halten wir vorerst an unserer Prognose von  $+0.5\%$  fest.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung in der Schweiz hat 2019 um solide  $1.2\%$  zugelegt und im Jahresdurchschnitt ein neues Rekordniveau von 3'976'200 Vollzeitstellen erreicht. Angesichts der aktuellen Konjunkturunsicherheiten ist für 2020 mit einer Verlangsamung am Arbeitsmarkt zu rechnen, deren Ausmass nicht zuletzt von der Dauer und Stärke des Coronavirus-Ausbruchs abhängen wird. Der Rückgriff auf Kurzarbeit dürfte helfen, die negativen Auswirkungen von Nachfrage- und Produktionsausfällen auf die Beschäftigung zu mildern. Neben Industriefirmen dürften in nächster Zeit vermehrt auch Dienstleister (u.a. Gastgewerbe, Unterhaltungssektor, Detailhandel) von der Option Kurzarbeit Gebrauch machen.

emilie.gachet@credit-suisse.com

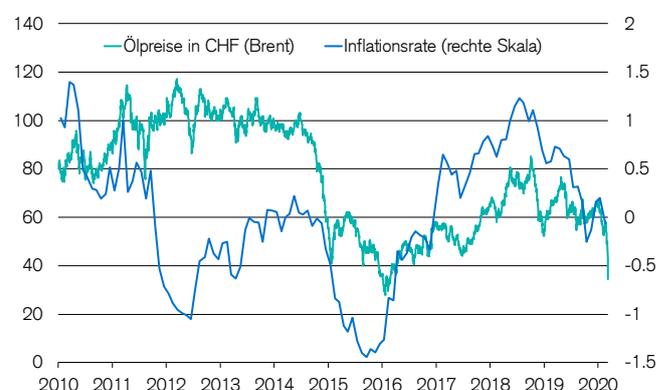
## Zuwanderung

Mit einem geschätzten Saldo von 53'000 Personen hat sich die bereits im Vorjahr registrierte Stabilisierung der Zuwanderung im Jahr 2019 fortgesetzt. Mit 69'000 sind zwar so viele Personen zwecks Erwerbstätigkeit in die Schweiz eingewandert wie seit 2015 nicht mehr, der Familiennachzug ist aber schwächer ausgefallen. Dies kann als verzögerte Reaktion auf die tieferen Zuwanderungszahlen der Vorjahre gedeutet werden. Für 2020 erwarten wir vor dem Hintergrund des Coronavirus-Ausbruchs, der damit verbundenen Konjunkturabschwächung und der temporären Grenzschliessungen eine Abschwächung der Zuwanderung auf 35'000 bis 40'000 Personen. Dürfte die Krise länger andauern, ist von noch tieferen Werten auszugehen.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

## Tiefere Inflation nach Ölpreisrückgang

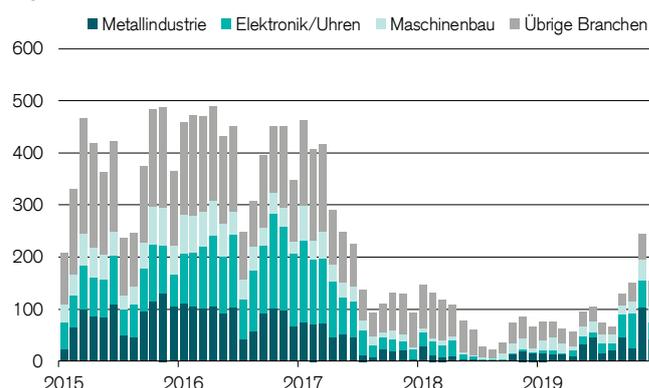
Ölpreise in CHF pro Fass (Brent) und Inflationsrate in % (rechte Skala)



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Kurzarbeit wird nach Coronavirus-Ausbruch nochmals steigen

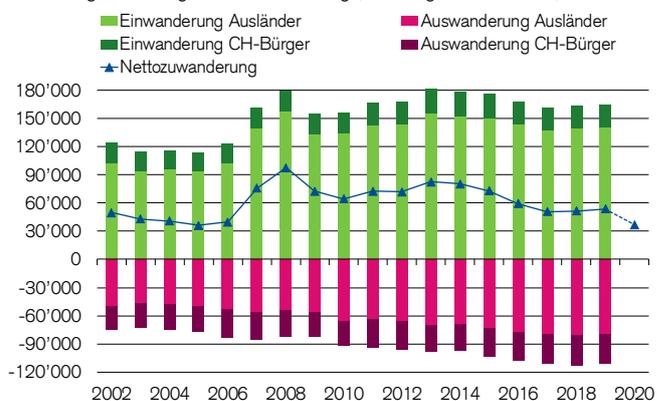
Abgerechnete Ausfallstunden, in 1000



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse  
Letzter Datenpunkt: Dezember 2019

## Kein neuer Zuwanderungsschub in Sicht

Wanderung der ständigen Wohnbevölkerung (ohne Registerkorrekturen)



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse  
2019: Schätzung/Hochrechnung; 2020: Prognose

# Langfristige Risiken fürs Schweizer Exportwunder

**Trotz Frankenstärke hat die Schweiz in den letzten 20 Jahren regelmässig Handelsbilanzüberschüsse verzeichnet. Die Exporte haben in diesem Zeitraum stark vom Wachstum in den USA und China sowie vom Pharmaboom profitiert. Die Abhängigkeit von Letzterem birgt aber gewisse Risiken.**

## Überschuss im Warenhandel trotz Frankenstärke

Seit vielen Jahren weist die Schweiz im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt (BIP) einen der höchsten Leistungsbilanzüberschüsse weltweit auf. Dabei fallen seit der Finanzkrise folgende Trends auf (vgl. Abb. 7): Erstens war die Bilanz beim Handel mit Dienstleistungen im Verhältnis zum BIP bis vor Kurzem stark rückläufig, was wohl primär den Rückschlägen im internationalen Bankgeschäft geschuldet ist. Zweitens stagniert der Bereich Rohwarenhandel (Merchanting) seit 2008 tendenziell, was durch die tieferen Rohstoffpreise bedingt sein dürfte. Drittens – und am überraschendsten – nimmt der Überschuss im Warenhandel fast stetig zu, und zwar trotz der starken und bisweilen sprunghaften Aufwertung des Schweizer Frankens.

## Marshall-Lerner-Bedingungen scheinen nicht zu gelten

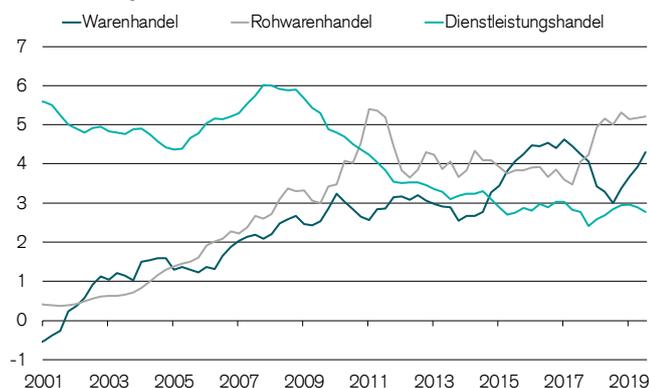
Letzteres widerspricht auf den ersten Blick einer der zentralen Prämissen der internationalen Handelstheorie (der sogenannten Marshall-Lerner-Bedingungen), wonach Aufwertungen der heimischen Währung die Handelsbilanz schwächen, Abwertungen sie hingegen stärken sollten. Die Schweiz hat es jedoch geschafft, den Überschuss im Warenhandel über die letzten rund 20 Jahre markant zu steigern – insbesondere dank einer Erhöhung der Exporte. Der vorliegende Beitrag geht der Frage nach, worauf dieses «Exportwunder» zurückzuführen ist, ob es von Dauer sein wird und wo die potenziellen Ursachen von Rückschlägen und Enttäuschungen liegen könnten. Welche Schlüsse wir daraus für die aktuellen Turbulenzen ziehen, wird im Kapitel «Konjunktur» erläutert (vgl. S. 5).

## Schweizer Exporte profitieren von Globalisierungstrend

Ein Vergleich des Verlaufs der Schweizer Exporte mit jenem des Welthandels relativiert zuerst einmal die Aussage, es handle sich hier um ein aussergewöhnliches Exportwunder: Wie Abbildung 8 zeigt, sind die Schweizer Ausfuhren über die meiste Zeit mehr oder weniger parallel mit den globalen Exporten gestiegen. Die Schweiz hat folglich vom Boom im Welthandel und somit vom allgemeinen Globalisierungstrend der letzten Jahrzehnte profitiert – wenn auch nicht überproportional stark. Eine einfache Regressionsanalyse bestätigt denn auch, dass die Schweizer Exporte primär vom Wachstum des Welthandels getrieben sind, ist doch dessen Koeffizient für fast alle Branchen positiv und signifikant (vgl. Abb. 3).

**Abb. 7: Zunahme des Überschusses im Warenhandel seit 2001**

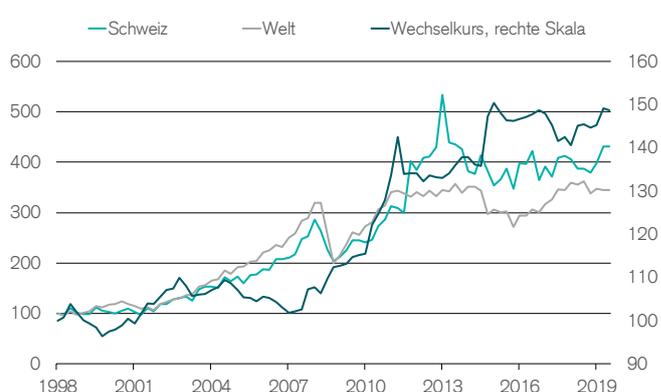
Überschuss bzw. Defizit im Waren-, Rohwaren- und Dienstleistungshandel, in % des Schweizer BIP, gleitende Jahresdurchschnitte



Quelle: Datastream, Credit Suisse

**Abb. 8: Schweizer Exporte behaupten sich mehr als gut gegen Frankenstärke**

Wert der Schweizer und der globalen Warenexporte sowie nominaler handelsgewichteter CHF-Wechselkurs, indiziert, 2. Quartal 1998 = 100



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

## Wachstum der Exporte nach Übersee

Nur in den Jahren 2010 bis 2012 war eine stärkere Abweichung vom globalen Trend festzustellen: Während der Welthandel in dieser Periode – wohl primär infolge der Krise in der Eurozone – zu stagnieren begann, beschleunigte sich das Wachstum der Schweizer Exporte markant, obwohl der Franken damals besonders stark aufwertete. Wie Abbildung 10 zeigt, spielte die Entwicklung der Exporte in die USA, nach China und in andere nichteuropäische Länder eine wichtige Rolle für die überdurchschnittliche Dynamik der Schweizer Exporte in dieser Zeitspanne. Der Blick auf die mittels Regressionsanalyse ermittelten Wechselkurskoeffizienten der einzelnen Branchen in Abbildung 9 zeigt zudem, dass sich eine Aufwertung des Frankens insbesondere in der Pharmaindustrie – dem Schweizer Exportschwergewicht –, aber auch in der Uhren- und der Lebensmittelbranche sogar positiv auf die Exportumsätze auswirkt. Diese Branchen profitieren gemäss der in Abbildung 9 illustrierten Regressionsanalyse mitunter am stärksten vom Wachstum des Welthandels und scheinen offenbar eine besonders starke Preissetzungsmacht zu besitzen.

## MEM-Exporte sind anfällig auf Frankenstärke

Um das Schweizer Exportwunder zu erklären, lohnt es sich demnach, einen Blick auf die Entwicklung und Exponiertheit der einzelnen Branchen zu werfen. Um die Sensibilität gegenüber Veränderungen der Nachfrage im Ausland und gegenüber Wechselkursschwankungen detailliert zu analysieren, bedienen wir uns der sogenannten BIP- bzw. der Wechselkurs-Elastizität (vgl. Infobox). Gemäss diesen Analysen ist die Maschinen-, Elektro- und Metall-Industrie (MEM) durchaus anfällig auf einen stärkeren Franken. So wirkt sich beispielsweise eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro, dem polnischen Zloty und dem britischen Pfund negativ auf das Exportwachstum in die entsprechenden Währungsräume aus. Demgegenüber scheint eine Bewegung des Frankens relativ zum US-Dollar oder chinesischen Renminbi mit Blick auf die MEM-Exporte vernachlässigbar. Die MEM-Industrie reagiert derweil jedoch stark auf die Konjunkturlage in den USA und China, sind doch die entsprechenden BIP-Elastizitäten in Abbildung 11 vergleichsweise hoch. Insofern hat auch die MEM-Branche von der über die Jahre steigenden Nachfrage in den USA und China profitiert. Nicht nur eine wirtschaftliche Abkühlung in Europa – wo sowohl das Handelsvolumen als auch die BIP-Elastizitäten ebenfalls hoch sind –, sondern auch ein Abschwung in den USA oder China würde die MEM-Branche folglich empfindlich treffen.

### BIP- und Wechselkurs-Elastizität / «Error Correction Model»

Die BIP- bzw. die Wechselkurs-Elastizitäten geben an, um wie viele Prozentpunkte sich das Wachstum der Exporte verändert, wenn sich das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Ausland bzw. der Wechselkurs um 1 Prozentpunkt verändert. Um zwischen langfristigen Trends und kurzfristigen Schwankungen der Exportniveaus unterscheiden zu können, verwenden wir darüber hinaus ein sogenanntes «Error Correction Model».

Abb. 9: Pharma und Lebensmittel: Wechselkursimmunes Wachstum

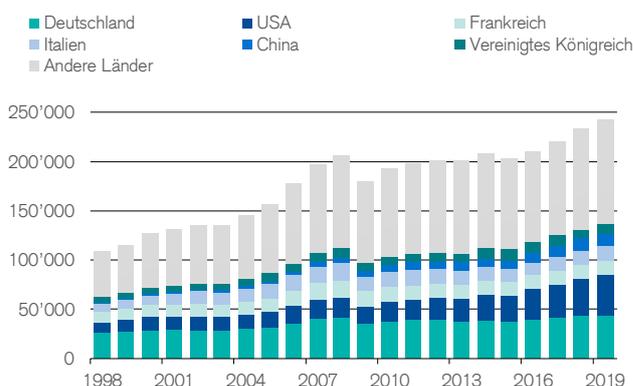
Regressionsanalyse: Koeffizient Welthandel und Koeffizient handelsgewichteter CHF-Wechselkurs, nach Exportsektoren

	Koeffizient Welthandel	Koeffizient Wechselkurs	
Chemie	0.14	-0.19	nicht signifikant
Elektronik	0.15	-0.14	signifikant,  Koeffizient  < 0.5
Elektrotechnik	0.32	-0.18	signifikant,  Koeffizient  > 0.5
Fahrzeugbau	0.33	-0.09	signifikant, Exportwert profitiert von CHF-Aufwertung
Kunststoff	0.27	-0.18	
Lebensmittel	0.53	0.14	
Maschinenbau	0.18	-0.18	
Medizinaltechnik	0.60	-0.02	
Mess- und Kontrollinstrumente	0.38	-0.08	
Metall	0.28	-0.19	
Andere	0.35	-0.04	
Papier und Druck	0.09	-0.52	
Pharma	0.56	0.21	
Textil und Bekleidung	0.07	-0.17	
Uhren	0.38	0.11	
Total Warenexporte	1.18	0.54	

Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Bloomberg, Credit Suisse

Abb. 10: Export-Wachstum v.a. in die USA und entferntere Länder

Warenexport, Anteile nach Exportmarkt (in CHF Mio.)



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Einnahmen aus Uhrenaufuhren steigen mit dem Franken

Die generell als Luxusgut angesehenen Schweizer Uhren reagieren ebenfalls sensibel auf Wachstumsveränderungen im Ausland. Die BIP-Elastizitäten der Exporte der Uhrenindustrie sind tendenziell höher als in anderen Branchen, wobei die höchsten Werte für die USA und China verzeichnet werden (vgl. Abb. 12). Im Gegensatz dazu reagieren auch die Uhrenaufuhren nur wenig auf Veränderungen des US-Dollars und des Renminbis. Eine Aufwertung des Schweizer Frankens treibt die dortigen Exporterlöse mit Uhren sogar noch weiter in die Höhe, während sich Wechselkurschwankungen anderer Währungen nicht auswirken. Mit anderen Worten: Der positive Effekt der durch die Frankenstärke bedingten Mehreinnahmen vermag einen möglichen negativen Effekt der Frankenstärke auf die Absatzmenge (mehr als) aufzuwiegen. In Europa sticht das Vereinigte Königreich hervor, wo Uhren 15% der Schweizer Gesamtexporte stellen und ebenfalls eine signifikante BIP-Elastizität aufweisen. Der künftige Verlauf der Brexit-Verhandlungen ist für die Uhrenbranche also von Bedeutung, insbesondere wenn er das britische Wirtschaftswachstum zu gefährden droht. Dasselbe würde auch für eine Konjunkturabkühlung in China, Hongkong oder den USA gelten.

### Brexit: Abhängigkeit des Schweizer Warenhandels vom Vereinigten Königreich

Die wichtigsten Pfeiler des Schweizer Handels mit dem Vereinigten Königreich sind Uhren (Anteil von 15% an den Gesamtexporten), MEM-Produkte und der Fahrzeugbau (20%) sowie Pharmazeutik (27%). Mit jeweils 6% sind auch Chemie- und Lebensmittelexporte nicht zu unterschätzen. Die zwei Letzteren reagieren jedoch – ähnlich wie die Pharmaexporte – kaum auf Veränderungen des britischen BIP-Wachstums. Das Wachstum der Uhrenexporte bricht hingegen um über 2 Prozentpunkte ein, wenn sich das britische BIP-Wachstum um 1 Prozentpunkt verringert. Innerhalb der MEM-Industrie scheint einzig der Maschinenbau sensitiv auf das Wirtschaftswachstum zu reagieren. Mit einem Anteil von 8% an den Gesamtexporten in das Vereinigte Königreich hat er eine gewisse Bedeutung. Die von uns errechnete BIP-Elastizität für den Maschinenbau beträgt fast 3 Prozentpunkte. Insofern erwarten wir, dass ein Wirtschaftseinbruch infolge des Brexit vor allem die Uhrenindustrie und den Maschinenbau der Schweiz treffen würde. Diese zwei Branchen würden zusammen mit dem Chemiesektor langfristig auch am wahrscheinlichsten unter einer weiteren Aufwertung des Frankens gegenüber dem britischen Pfund leiden.

## Pharmabranche als stabilisierender Faktor in turbulenten Zeiten

Bei den Pharmagütern präsentiert sich die Abhängigkeit von der BIP-Entwicklung einzelner Länder etwas vielschichtiger. Einerseits steigt die Gesundheitsversorgung mit der Einkommensstärke eines Landes bzw. dessen BIP, was Schweizer Pharmaexporte begünstigt. Andererseits ist davon auszugehen, dass die Nachfrage nach Medikamenten und Therapien kaum auf kurzfristige Wachstumsschwächen des BIP reagiert. Mit Hilfe eines «Error Correction Model» bestätigen die Exportdaten genau diese These. Ein steigendes BIP führt demnach langfristig zu mehr Importen von Schweizer Pharmagütern, kurzfristige Variationen der BIP-Wachstumsraten wirken sich hingegen nicht auf Schweizer Pharmaexporte aus. Die Pharmaindustrie scheint also eine Wachstumsbranche zu sein, die aber in konjunkturell volatilen Zeiten auch einen Beitrag zur Stabilisierung der Schweizer Wirtschaft leistet.

Abb. 11: MEM-Exporte reagieren auf BIP-Wachstum im Ausland

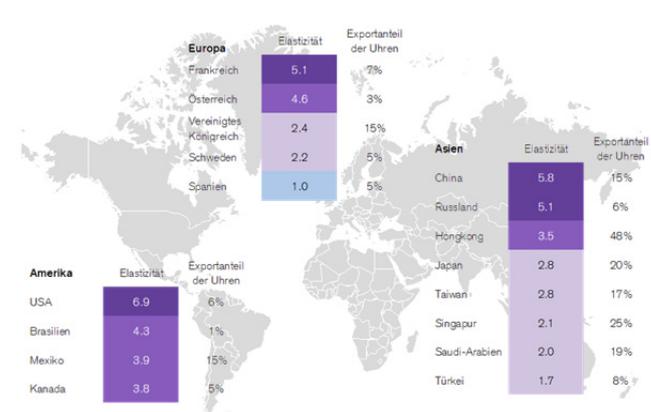
BIP-Elastizitäten der MEM-Exporte (2004 – 2019) und Anteil MEM-Aufuhren an Gesamtexporten ins jeweilige Land, 2019; eingefärbte Koeffizienten sind signifikant

	Metall	Maschinenbau	Elektronik	Elektrotechnik	Exportanteil MEM
Frankreich	6.2	6.0	8.7	2.7	17%
Italien	6.7	3.6	6.8	3.8	16%
Österreich	4.8	5.7	3.1	2.8	27%
Deutschland	4.6	3.7	3.8	3.0	26%
Niederlande	3.9	4.2	2.7	3.9	18%
Tschechien	3.0	4.4	4.3	2.2	39%
Polen	1.9	2.2	19.6	2.5	33%
Belgien	6.3	2.3	0.9	2.7	11%
Schweden	3.4	4.2	5.5	-0.2	28%
Slowenien	2.0	3.7	2.0	1.8	2%
Spanien	1.8	1.3	0.3	3.3	9%
Vereinigtes Königreich	1.9	2.8	-2.5	0.3	15%
USA	6.2	5.7	-1.2	4.7	12%
Mexiko	4.4	0.5	5.9	4.3	24%
China	5.3	3.9	-0.1	3.1	21%

Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Datastream, Credit Suisse

Abb. 12: Hohe Uhren-BIP-Elastizitäten in Übersee

BIP-Elastizitäten der Uhrenexporte (2004–2019) und Anteil Uhrenaufuhren an Gesamtexporten ins jeweilige Land (2019); eingefärbte Koeffizienten sind signifikant



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Datastream, Credit Suisse

## Frankenstärke kann Pharmaexporten nichts anhaben oder stützt sie sogar

Wechselkursentwicklungen haben kurzfristig keine Auswirkung auf die Schweizer Pharmaexporte. Für einige Exportdestinationen beeinflussen sie jedoch das langfristige Niveau der Exporte – unter anderem für die USA. Eine Aufwertung des Frankens erhöht dort die Einnahmen aus Pharmaausfuhren zusätzlich. Insofern bestätigt sich, dass die Pharmabranche eine grosse Profiteurin des starken Wachstums in den USA und China war und teilweise sogar Nutzen aus der Frankenaufwertung ziehen konnte. Wir sehen indessen ein gewisses Risiko in der starken Abhängigkeit vom US-Markt, der ein Viertel der gesamten Exporteinnahmen der Schweizer Pharmabranche generiert. Die USA geben relativ zum BIP mit Abstand am meisten für die Gesundheitsversorgung aus. Sollte der Ruf nach einer Reform des Gesundheitssystems nach den Präsidentschaftswahlen im November 2020 in konkrete Massnahmen münden, dürfte dies auch Konsequenzen für die hiesige Pharmabranche haben.

## Konjunkturelle Abkühlung trifft Chemieexporteure

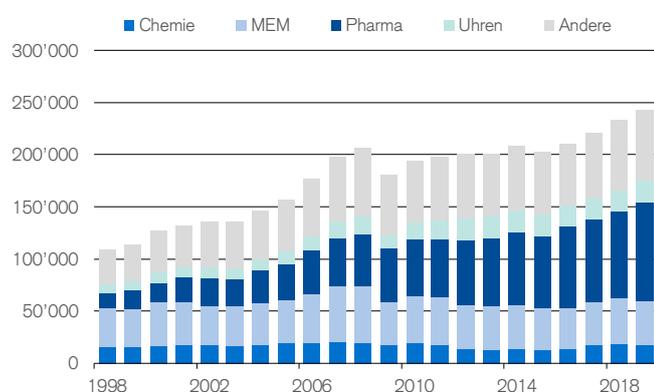
Obwohl der Chemiesektor oft mit der Pharmaindustrie assoziiert wird, sind seine Exporte gegenüber BIP-Veränderungen im Ausland weniger resistent als die Pharmaausfuhren. Der wichtigste Exportmarkt für die Schweizer Chemie ist Europa. Die Ausfuhren gehen zu fast einem Drittel in die grossen Nachbarländer, wo sie unserer Analyse zufolge unmittelbar auf Veränderungen des dortigen BIP-Wachstums reagieren. Insofern sind sie im Vergleich zu Pharmaexporten anfälliger auf eine Konjunkturabschwächung im unmittelbaren Ausland. Auf Wechselkursschwankungen scheinen Chemieexporte generell nur vereinzelt zu reagieren. Allenfalls wirkt eine Aufwertung des Schweizer Frankens kontraproduktiv und verringert die Erlöse der Chemieausfuhren. Dies ist ein Indiz dafür, dass die Mehreinnahmen infolge der Frankenstärke die rückläufige Nachfrage infolge des Preisdrucks nicht kompensieren können.

## Wachstum des Mittelstands in Schwellenländern als Wachstumschance für die Pharmaindustrie

Diese Analyseergebnisse führen uns zu folgenden Erkenntnissen. Erstens wirkt der hohe Anteil der Pharmaprodukte an den gesamten Warenexporten der Schweiz bei Konjunkturflauten im Ausland stabilisierend auf die Schweizer Exporte (vgl. Abb. 13). Das insgesamt tiefere globale Wirtschaftswachstum, von dem wir für die nächsten fünf Jahre allein schon aus demografischen Gründen ausgehen, muss den Pharmaboom nicht unbedingt beeinträchtigen, solange die Nachfrage nach Pharmagütern in China und anderen Schwellenländern wegen des dort kontinuierlich steigenden Anteils der Mittelklasse an der Gesamtbevölkerung weiter zunimmt. Gewisse Risiken birgt die starke Abhängigkeit von der Pharmabranche jedoch trotzdem. Einerseits könnten grundlegende Reformen des amerikanischen Gesundheitssystems die Ausgangslage im wichtigsten Absatzmarkt beeinträchtigen. Andererseits beruht die Standortwahl internationaler Pharmaunternehmen neben der Verfügbarkeit spezialisierter Arbeitnehmer vor allem auch auf Steuervorteilen, die in Basel zwar bis auf Weiteres gesichert sein sollten, aber nicht für immer und ewig in Stein gemeisselt sind.

Abb. 13: Anteil der Pharmaexporte hat sich verdreifacht, MEM-Anteil halbiert

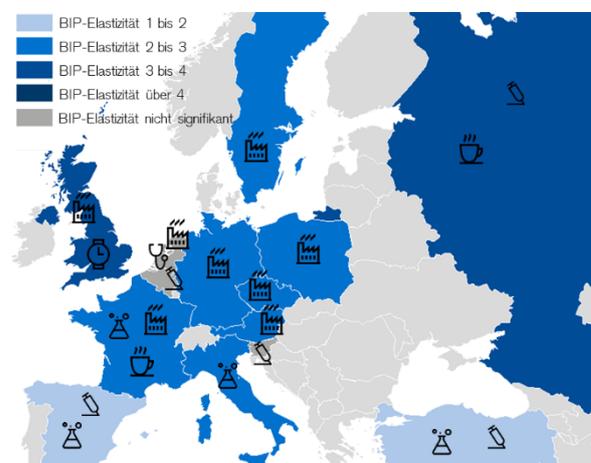
Schweizer Warenexporte, Anteil nach Sektoren (in CHF Mio.)



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Abb. 14: Europäischer Markt dominiert MEM-Exporte

BIP-Elastizitäten (2004 – 2019) nach Land und den wichtigsten Warenexportgruppen



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Datastream, Credit Suisse

## Schwaches Europa bremst MEM-, Uhren- und Chemieexporte

Im Gegensatz dazu wird sich – zweitens – ein schwächeres Weltwirtschaftswachstum auf die MEM-, Uhren- und Chemieindustrie sehr wahrscheinlich bremsend auswirken. Die hohe Abhängigkeit der Schweizer MEM-Branche von der europäischen Industrie weckt die Befürchtung, dass eine dort anhaltende Wachstumsschwäche die Exportentwicklung noch stärker beeinträchtigen könnte, und zwar insbesondere dann, wenn der Euro schwach bleiben sollte (vgl. Abb. 14). Uhrenexporte können hingegen – wie die Pharma-«Luxusgüter» – vom wachsenden Wohlstand in den Schwellenländern profitieren. Allerdings könnten die intensive Konkurrenz, eine gewisse Sättigung oder Veränderungen der Modetrends (Stichwort Smartwatch) dem Wachstum Grenzen setzen.

## Beschäftigungsanteil der Pharmabranche beträgt nur rund 1%

Drittens sollte für eine gesamtwirtschaftliche Betrachtung auch die Beschäftigungskomponente berücksichtigt werden. Die MEM-Industrie ist schliesslich insofern ein wichtiger Pfeiler der Schweizer Wirtschaft, als dass sie über 5% der arbeitstätigen Bevölkerung beschäftigt. Vor 20 Jahren waren es noch knapp 8% (vgl. Abb. 15). Derweil hat der Schweizer Arbeitsmarkt wenig vom Boom der Pharmaexporte in den letzten Jahren profitiert. Aktuell sind lediglich etwas über 1% der Beschäftigten dem Pharmasektor zuzuordnen. Dieser Anteil hat seit 1998, als er 0.7% betrug, nur marginal zugenommen und steht in keinem Verhältnis zum starken Wachstum der Branchenexporte. Aus Sicht der Schweizer Volkswirtschaft als Ganzes liefert die Pharmabranche also wertvolle Beiträge zur Handelsbilanz; auf den Arbeitsmarkt und somit den Konsum wirkt sie sich wegen ihres geringen Anteils an der Beschäftigung jedoch nur beschränkt aus. Dies steht im Gegensatz zur MEM-Industrie. Nachwirkungen einer Konjunkturabkühlung in Europa oder den USA könnten sich über die MEM-Branche auch auf die Beschäftigung und Konsumentenstimmung hierzulande auswirken.

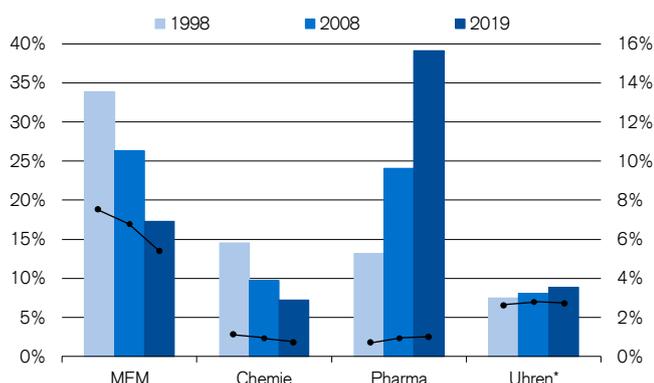
## Regionale Diversifikation der Exportbranchen notwendig

Mit Blick in die Zukunft erscheint es uns umso wichtiger, dass sich der Schweizer Export – wenn immer möglich – regional weiter diversifiziert, um anhaltenden Erfolg zu haben und nicht zuletzt die Abhängigkeit von einem nur schwach wachsenden Europa zu reduzieren. Eine Verlangsamung des Wachstumstrends in den USA, die ebenfalls zu erwarten ist, macht eine solche Diversifikation noch dringlicher (vgl. Abb. 16). Die Risiken können auch über eine Strategie zur Steigerung der Qualität bzw. zur Akzentuierung des Alleinstellungscharakters der Schweizer Exporte gemindert werden, zumal bei solchen Gütern die Abhängigkeit vom Wechselkurs geringer ist. Und zu guter Letzt könnten prinzipiell auch Dienstleistungsexporte die Abhängigkeit von Güterexporten und damit auch vom Pharmasektor abbauen. Allerdings ist der internationale Konkurrenzdruck hier enorm hoch.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

**Abb. 15: Nur 1% der Schweizer Beschäftigten im Pharmasektor aktiv**

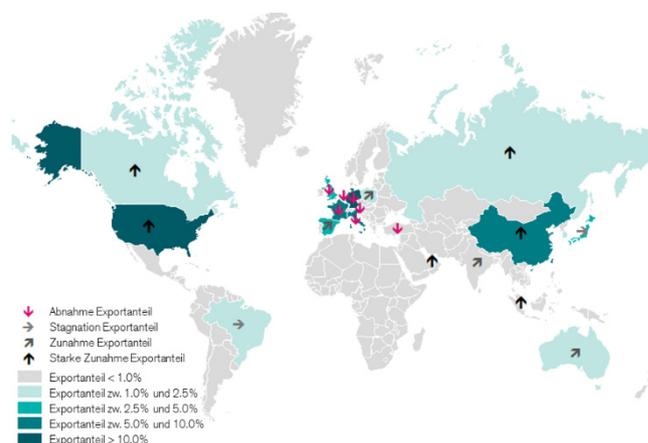
Warenexporte, Anteil nach Sektoren (linke Skala); Beschäftigung, Anteil nach Sektoren (rechte Skala), seit 1998



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

**Abb. 16: Europa verliert für Schweizer Exporte an Wichtigkeit**

Anteil an Schweizer Warenexporten nach Land sowie Entwicklung seit 1998



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

# Stärkerer Fokus auf Inflation könnte Akzeptanz der Geldpolitik erhöhen

**Die Europäische Zentralbank und die US-Notenbank nehmen dieses Jahr eine Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie vor. Unseres Erachtens sollte die Schweizerische Nationalbank diese Gelegenheit nutzen, um ihre Kommunikationsstrategie wieder vermehrt auf ihr Inflationsziel statt auf die Bewertung des CHF auszurichten.**

## **Höhere Inflationsziele in den USA und der Eurozone würden den Druck auf die SNB verstärken**

Sowohl die US-Notenbank (Fed) als auch die Europäische Zentralbank (EZB) führen derzeit eine vertiefte Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategien durch und werden ihre Erkenntnisse im Verlauf des Jahres veröffentlichen. Die Gründe für diese Überprüfungen sind in beiden Fällen ähnlich: Beide Zentralbanken verfehlen ihre Inflationsziele nun schon seit längerer Zeit, was einen Rückgang der Inflationserwartungen und folglich auch der Zinsniveaus zur Folge hat. Die niedrigen Zinsen haben den Handlungsspielraum beider Zentralbanken für allenfalls notwendige weitere Zinssenkungen reduziert. Die Fed und die EZB überprüfen daher ihre Inflations- und möglicherweise auch andere Ziele sowie die geldpolitischen Werkzeuge, die sie zu deren Erreichung benötigen. Für die Schweizerische Nationalbank (SNB) scheint die Überprüfung dieser Inflationsziele besonders relevant. Effektiv hat die Fed bereits signalisiert, dass sie ihr Inflationsziel wahrscheinlich dahingehend anpassen wird, eine lange Phase mit unter dem Zielwert liegender Inflation durch eine solche mit über dem Zielwert liegender Inflation zu kompensieren. Eine derartige Anpassung würde ein über dem gegenwärtigen «symmetrischen» Ziel von 2% liegendes Inflationsziel implizieren. Die EZB hat noch nicht durchblicken lassen, wie sie ihr aktuelles Inflationsziel von «unter, aber nahe 2%» zu verändern gedenkt. Es ist jedoch auch in diesem Fall ziemlich wahrscheinlich, dass die EZB ihr Inflationsziel zu einem gewissen Grad «aufwärts» revidieren wird, indem sie beispielsweise vorübergehend eine über 2% liegende Inflation toleriert. Mit ihrer Definition von Preisstabilität als Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise «von weniger als 2% pro Jahr» peilt die SNB im Vergleich zur Fed und EZB bereits ein konservatives Inflationsziel an. Falls sowohl die Fed als auch die EZB zu einem höheren Inflationsziel übergehen, wird der Zielwert der SNB als noch konservativer wahrgenommen werden. Angesichts der Tatsache, dass eine tiefere Inflation in der Schweiz bisher zu den Treibern des CHF-Aufwertungstrends zählte, könnten die Überprüfungen der Fed und der EZB folglich den Aufwertungsdruck auf den CHF weiter erhöhen.

## **Präzises Inflationsziel in der Schweiz nicht realistisch**

Um eine derartige Entwicklung zu vermeiden, sollte die SNB unseres Erachtens versuchen, sich klarer zu einer positiven Inflationsrate zu bekennen. Abgesehen davon ist die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft jedoch gegenüber externen Schocks stärker exponiert als die USA oder die Eurozone. Wichtiger noch: Wie seit der Finanzkrise besonders offensichtlich wurde, haben negative wirtschaftliche oder politische Schocks wegen des Safe-Haven-Status des CHF tendenziell einen stärkeren deflationären Effekt auf die Schweizer Wirtschaft. Diese Anfälligkeit impliziert, dass es für die SNB a priori viel schwieriger ist, mit ihrer Politik ein spezifisches gesamtwirtschaftliches Ziel zu erreichen. Es ist daher verständlich und nur logisch, dass die SNB tendenziell «ungenauere» Ziele formuliert als andere, grössere Zentralbanken. Die Festlegung eines sehr präzisen Inflationsziels ist folglich unrealistisch. Dennoch: Wenn die SNB ihre Entschlossenheit, eine positive Inflationsrate deutlich über null und im Bereich der von den grossen Zentralbanken angestrebten Werte erreichen zu wollen, klarer kommunizieren würde, könnte sie deflationären Risiken möglicherweise besser gegensteuern. Damit ihr dies gelingt, müsste sie auch das heimische «Publikum» davon überzeugen, dass eine positive Inflation wünschbar ist, und zwar nicht nur für die USA und die Eurozone, sondern auch für die Schweiz.

## **Höhere Inflation würde letztlich eine Leitzinserhöhung ermöglichen**

In der Schweiz muss es zudem ein Schlüsselargument sein, dass sich positive Zinsen nur erreichen lassen, wenn die Inflation deutlich über null liegt. Die Inflation beeinflusst die Höhe der Nominalzinsen (definiert als Summe der Realzinsen zuzüglich eines Inflationsaufschlags) entscheidend. Je höher die Inflationsprämie, desto höher sollten die Nominalzinsen sein. Die Inflation in der Schweiz beläuft sich seit 2009 auf durchschnittlich 0%, und der Inflationsaufschlag ist wohl sehr niedrig (oder möglicherweise sogar negativ). Dies hat vermutlich zum Rückgang der Nominalzinsen in der Schweiz beigetragen. Demgegenüber würde eine anhaltend höhere Inflation die Nominalzinsen voraussichtlich steigen lassen und könnte letztlich einen gewissen Spielraum für die Normalisierung der Leitzinsen eröffnen. Ein weiteres Schlüsselargument zugunsten einer positiven Inflation ist, dass sie zu einem besseren Funktionieren der Märkte für Waren, Dienstleistungen und Arbeit beiträgt, als dies in einem Umfeld mit niedrigerer oder sogar negativer Inflation der Fall wäre.

## **Beurteilung der Bewertung des CHF ist schwierig und öffnet Kritik Tür und Tor**

Die Überprüfungen der Fed und der EZB bieten der SNB zudem eine Gelegenheit, ihr zweites «inoffizielles» Ziel eines nicht zu teuren CHF klarer darzulegen. Ein weniger hoch bewerteter CHF würde schon an sich zu einer höheren Inflation beitragen. Unserer Meinung nach könnte eine bessere Erklärung des Zusammenhangs zwischen Deflationsrisiken und der Stärke des CHF auch die Akzeptanz von Fremdwährungskäufen verbessern. Die geldpolitische Diskussion in der Schweiz konzentriert sich zunehmend auf das Ausmass der CHF-Überbewertung, das sich nur mittels Modellen schätzen lässt und folglich mit Unsicherheit behaftet bleibt. Falls ausländische Regierungen und Währungshüter sowie die Finanzmarktteilnehmer daran zu zweifeln beginnen, dass der CHF überbewertet ist, wird es der SNB zunehmend schwerfallen, dem Aufwärtsdruck mittels Devisenmarktinterventionen die Spitze zu nehmen. Im Gegensatz dazu ist Inflation «beobachtbar» und in der Schweiz zweifelsohne niedrig. Eine wieder stärkere Fokussierung der Kommunikationspolitik auf dieses Ziel in einer Zeit, in der Reflationsmassnahmen bei den Zentralbanken anderer Industrieländer höchste Priorität geniessen, würde sicherlich dazu beitragen, die Akzeptanz der aktuellen Geldpolitik im Allgemeinen und von Fremdwährungskäufen im Besonderen zu erhöhen.

## **Forward Guidance auf Basis von Inflationsprognosen könnte verstärkt werden**

Eine bessere Forward Guidance könnte ebenfalls dazu beitragen, die Kommunikation wieder verstärkt auf das Inflationsziel auszurichten. Die bedingte Inflationsprognose der SNB (d.h. Prognose auf Basis der Annahme, dass der SNB-Leitzins über den gesamten Prognosezeitraum unverändert bleibt) ist der Hauptkanal der SNB, um den künftigen Kurs ihrer Geldpolitik zu signalisieren. Bis im Juni 2011 kommentierte die SNB jeweils die Implikationen ihrer Inflationsprognose für die Geldpolitik. Immer dann, wenn die bedingte Inflationsprognose einen potenziellen Anstieg der Inflation über die Marke von 2% nahelegte, warnte die SNB üblicherweise, dass die geldpolitische Ausrichtung über den entsprechenden Zeithorizont möglicherweise nicht beibehalten werden könne. Seit dem Sommer 2011 hat sich die SNB jedoch vermehrt auf den CHF-Wechselkurs konzentriert und nicht mehr explizit erläutert, was ihre bedingte Inflationsprognose für die Geldpolitik bedeuten könnte. Die jüngste bedingte Inflationsprognose zeigt, dass die Inflation mittelfristig voraussichtlich nicht über 2% zulegen wird (was schon seit Dezember 2018 der Fall ist). Die SNB sollte daher in unseren Augen die Notwendigkeit betonen, ihren Leitzins über den Prognosezeitraum mindestens so niedrig wie heute zu halten. Darüber hinaus sollte die SNB nach unserem Dafürhalten erklären, dass sie sämtliche ihr zur Verfügung stehenden Werkzeuge (einschliesslich Fremdwährungskäufe) so lange wie erforderlich einsetzen werde, um die Inflation anzukurbeln.

## **Eine Reaktion auf Überprüfungen der Fed und der EZB scheint unabdingbar**

Zusammenfassend glauben wir, dass die SNB die Chance, die sich ihr infolge der strategischen Überprüfungen der Fed und der EZB eröffnet, nutzen sollte, um sich klarer zu einer deutlich positiven Inflationsrate im Bereich der Niveaus in anderen Schlüsselmärkten zu bekennen und darüber hinaus ihre Kommunikation wieder stärker auf dieses Inflationsziel auszurichten. Reagiert sie nicht auf die Überprüfungen, riskiert sie, den Aufwertungsdruck auf den CHF zu erhöhen. Da die Überbewertung des CHF zunehmend infrage gestellt wird, würde eine Rückbesinnung der SNB-Kommunikation auf die Inflation – die in der Schweiz unbestreitbar schon lange tief, ja sogar zu tief ist – zudem dazu beitragen, die Akzeptanz der aktuellen geldpolitischen Ausrichtung zu erhöhen.

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

## Kapitalflüsse

Zwischen 2008 und 2014 legten ausländische Anleger (ohne Banken) rund CHF 300 Mrd. bei Banken in der Schweiz ein, was die Nachfrage nach sicheren Anlagen reflektiert. Seit der Einführung der Negativzinsen sind die Kapitalzuflüsse aus dieser Quelle jedoch versiegt und haben sich seit 2017 sogar umgekehrt – trotz der Unsicherheiten rund um das Brexit-Referendum und die französischen Präsidentschaftswahlen des Jahres 2017. Der Trend seit 2015 legt daher nahe, dass die seit Mitte 2018 zu beobachtende Aufwertung des CHF nicht darauf zurückzuführen ist, dass ausländische Anleger ihre Barmittel bei Banken in der Schweiz «parkiert» hätten.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Giroguthaben der Banken bei der SNB

Seit dem 1. November 2019 ist bereits ein kleinerer Teil der Giroguthaben dem Negativzins unterworfen. Die SNB hat den sogenannten Freibetrag erhöht und damit gemäss unseren Schätzungen zusätzliche CHF 111 Mrd. an Sichteinlagen inländischer Banken bei der SNB vom Negativzins ausgenommen. Ab dem 1. April wird dieser Freibetrag nochmals erhöht, wodurch zusätzlich rund CHF 85 Mrd. vom Negativzins befreit werden dürften. Wir schätzen, dass sich dank diesen Anpassungen die jährlichen Negativzinszahlungen der Inlandbanken an die SNB um knapp CHF 1.5 Mrd. verringern.

maxime.botteron@credit-suisse.com

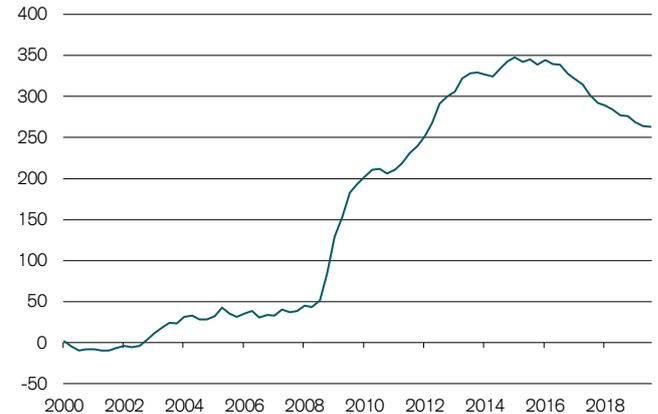
## Devisenmarktinterventionen

Unseres Erachtens bleiben Fremdwährungskäufe die wahrscheinlichste Reaktion der SNB auf den zunehmenden Aufwertungsdruck auf den CHF. Wir glauben nicht, dass die Aufnahme der Schweiz in die Liste der zu überwachenden potenziellen Währungsmanipulatoren durch das US-Finanzministerium die SNB davon abhalten wird, am Devisenmarkt einzuschreiten. Das US-Finanzministerium toleriert formell gewisse Devisenmarktinterventionen, solange diese die Marke von 2% des Bruttoinlandsprodukts in einem Zeitraum von sechs Monaten nicht übersteigen. Diese Marke wird die SNB in 2020 aber wohl überschreiten.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Ausländische Anleger ziehen Kapital aus der Schweiz ab

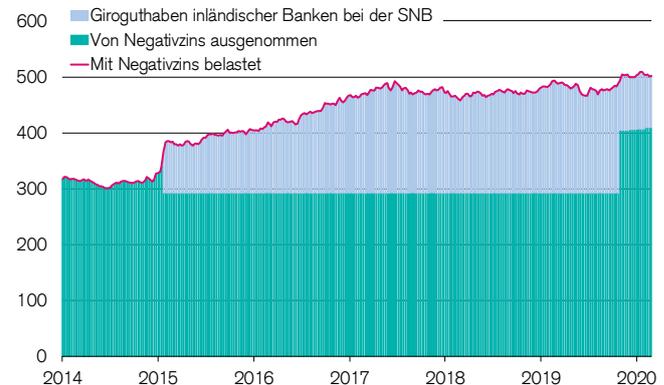
Kumulative Kapitalzuflüsse von ausländischen Anlegern (ohne Banken) in Bankeinlagen in der Schweiz, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

## Noch rund CHF 100 Mrd. sind Negativzins unterworfen

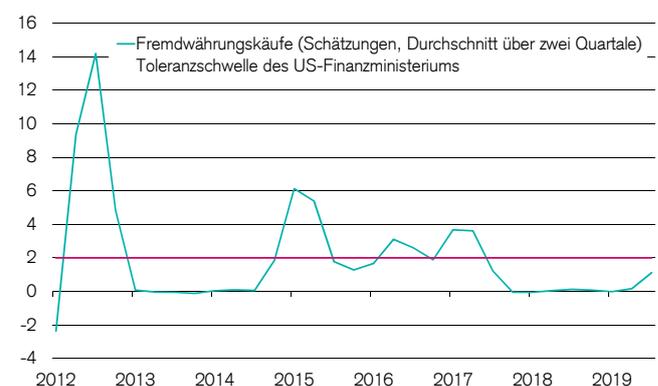
Sichteinlagen von Inlandbanken bei der SNB, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

## Fremdwährungskäufe dürften die 2% Marke überschreiten

In % des Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Wohneigentum

Das immer noch eher knappe Angebot an Wohneigentum widerspiegelt die Preisentwicklung. Innert Jahresfrist sind die Preise im mittleren Preissegment bei Eigentumswohnungen um 2.1% und bei Einfamilienhäusern um 2.4% gestiegen. In beiden Segmenten hat das Preiswachstum jüngst aber etwas an Dynamik verloren, was wir als Konsolidierung eines zuvor eher etwas zu starken Preisanstiegs lesen. Mit wenigen Ausnahmen liegen die Eigentumspreise in fast allen Regionen im Plus.

thomas.rieder@credit-suisse.com

## Mietwohnungen

In vielen Schweizer Regionen finden Wohnungssuchende zurzeit ein üppiges Angebot vor. Ende 2019 waren schweizweit hohe 5.3% des Mietwohnungsbestands zur Vermietung ausgeschrieben – in eher ländlich bis periurban geprägten Gegenden des Mittellands teils noch deutlich mehr. In solchen Regionen können sich Wohnungssuchende Zeit lassen: Mietwohnungen bleiben hier im Mittel 40, 50 oder noch mehr Tage ausgeschrieben. In Städten wie Zürich, Genf oder Zug hingegen verschwinden die Inserate im Mittel bereits nach weniger als 25 Tagen vom Netz.

fabian.waltert@credit-suisse.com

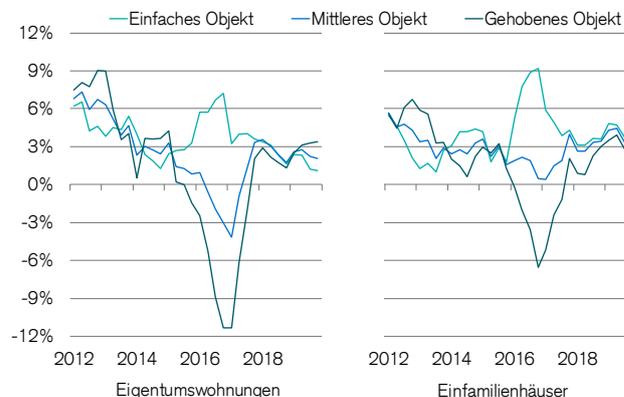
## Büroflächen

Die höhere Büroflächennachfrage der letzten Jahre hat sich positiv auf die Mietpreise ausgewirkt. Nach einer längeren Seitwärtsbewegung haben die Büromieten 2019 in den Regionen Bern (+7.6%), Basel (+7.5%) und in der Stadt Zürich (+5.8%) einen Anstieg verzeichnet. In den Westschweizer Grosszentren, wo die Büromieten zwischen 2013 und 2018 deutlich gesunken waren, ist ebenfalls eine Kehrtwende zu erkennen: Innert Jahresfrist haben sich die Mieten in der Stadt Genf um 7.2% und in der Stadt Lausanne um 4.0% erhöht.

alexander.lohse@credit-suisse.com

## Moderates Wachstum der Wohneigentumspreise

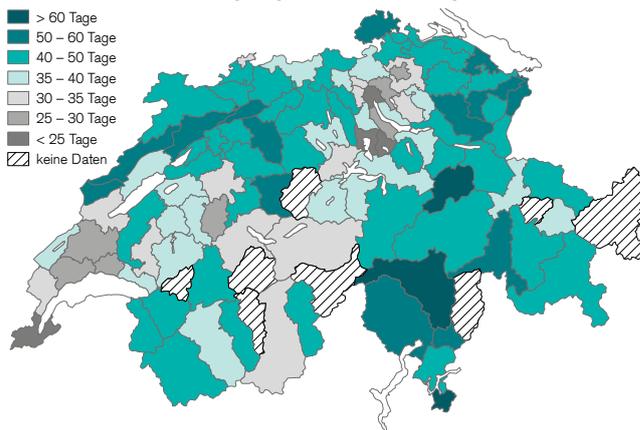
Jahreswachstumsraten nach Preissegment



Quelle: Wüest Partner; letzter Datenpunkt: 4. Quartal 2019

## Bei der Vermietung ist Geduld gefragt

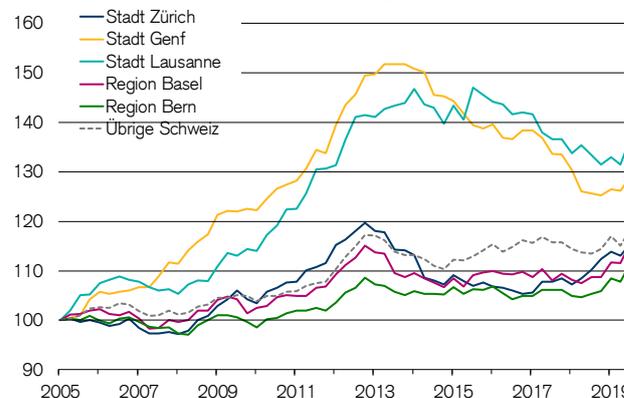
Insertionsdauer zur Vermietung ausgeschriebener Wohnungen, 2019



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse, Geostat; letzter Datenpunkt: 4. Quartal 2019

## Trendwende bei den regionalen Mietpreisen

Hedonischer Mietpreisindex auf Basis von Vertragsabschlüssen, Index: 2005 = 100



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse; Letzter Datenpunkt: 4. Quartal 2019

# Credit Suisse Vorlaufindikatoren

## Purchasing Managers' Index (PMI)

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

## Credit Suisse Exportbarometer

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

## CS CFA Society Switzerland Indikator

Finanzanalysten sind am Puls der Wirtschaft. Zusammen mit der CFA Society Switzerland führen wir seit 2017 eine monatliche Befragung von Finanzanalysten durch: die Finanzmarkt-Umfrage Schweiz<sup>1</sup>. Die Analysten werden nicht nur nach ihrer Einschätzung zur aktuellen und zukünftigen konjunkturellen Lage und zur Inflationsrate gefragt, sondern auch um ihre Einschätzungen hinsichtlich Finanzmarktthemen wie der Aktienmarktentwicklung oder der Zinsprognosen gebeten. Der eigentliche CS CFA Society Switzerland Indikator stellt den Saldo der Erwartungen bezüglich des Verlaufs der Schweizer Konjunktur in den kommenden sechs Monaten dar.

<sup>1</sup> 2006 bis 2016 als Credit Suisse ZEW Indikator publiziert

## Industriekonjunktur

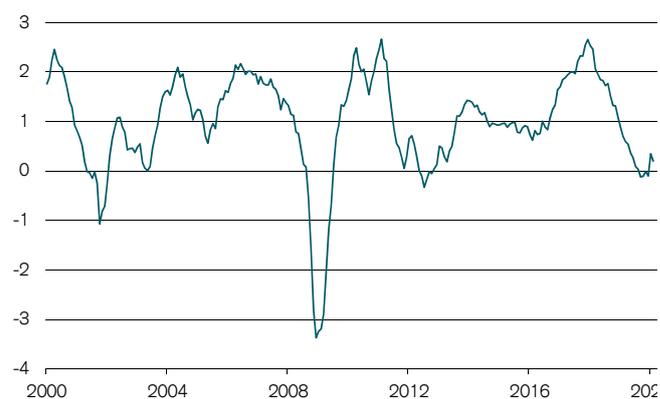
Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

## Exporte

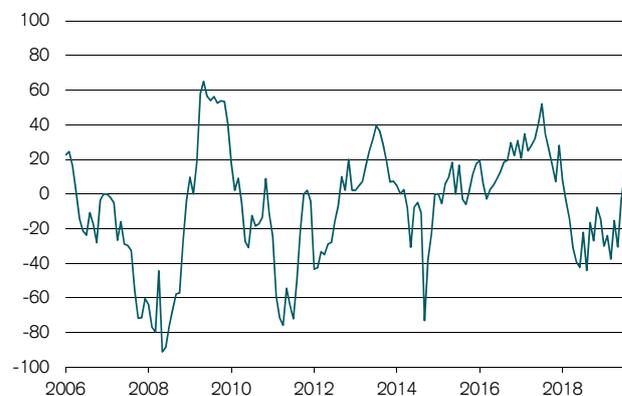
In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

## Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

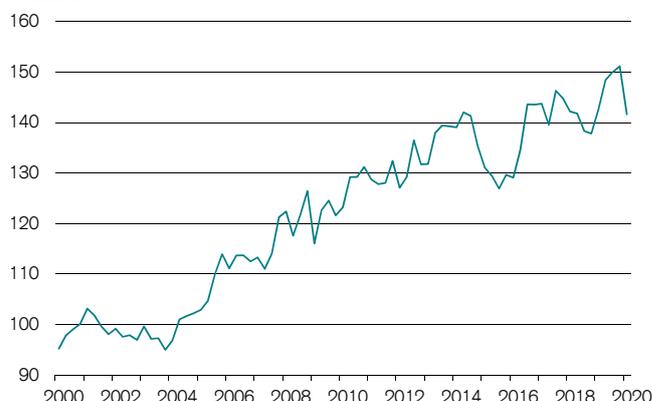
# Credit Suisse Vorlaufindikatoren

## Bauindex Schweiz

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

## Baukonjunktur

1. Quartal 1996 = 100



Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

## Dienstleistungs-PMI

Procure.ch, der Fachverband für Einkauf und Supply Management, und die Credit Suisse haben 2014 einen PMI für den Dienstleistungssektor lanciert. Der Dienstleistungs-PMI ist genau gleich aufgebaut wie der PMI für die Industrie. Werte über 50.0 Punkten spiegeln eine Expansion wider. Grundlage ist eine Umfrage bei Einkaufsmanagern von Schweizer Dienstleistungsunternehmen. Abgefragt werden sechs Subkomponenten: Geschäftstätigkeit, Neuaufträge, Auftragsbestand, Einkaufspreise, Verkaufspreise und Anzahl Beschäftigte.

## Konjunktur Dienstleistungssektor

Service Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

## Makro-Momentum-Indikator

Der Credit Suisse Makro-Momentum-Indikator (MMI) kondensiert die gegenwärtige Entwicklung der wichtigsten Schweizer Wirtschaftsdaten auf einen einzigen Wert. Dazu wird aus Daten zu Konjunkturumfragen, Konsum, Arbeitsmarkt, Kreditvergabe und Exportwirtschaft jeweils ein standardisiertes Momentum ermittelt, das dann mit der jeweiligen Korrelation zur BIP-Entwicklung gewichtet wird. Werte über (unter) null bedeuten, dass die Indikatoren zur Schweizer Wirtschaft auf eine Beschleunigung (Verlangsamung) in den letzten drei Monaten gegenüber den vergangenen sechs Monaten hindeuten.

## Konjunktur



Quelle: Datastream, Credit Suisse

# Prognosen und Indikatoren

## Prognosen für die Schweizer Wirtschaft

	2020P	2020P	2020P	2020P	2021P	2021P	2021P	2021P	2020P	2021P
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal		
BIP, YoY, in %	1.1	-0.6	-1.5	-0.7	0.3	2.2	3.2	2.5	-0.5	2.0
Privater Konsum	0.5	-10.0	0.0	5.8	2.0	2.0	2.0	2.0	-0.9	2.0
Staatskonsum	3.0	3.0	3.0	3.0	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0	2.0
Bruttoanlageinvestitionen	-0.6	-0.7	-0.8	-0.7	2.2	2.2	2.2	2.2	-0.7	2.2
Bauinvestitionen	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	-0.5	0.7
Ausrüstungsinvestitionen	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	3.0	3.0	3.0	3.0	-1.0	3.0
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-1.0	5.0
Importe (Güter und Dienstleistungen)	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.0
Inflation (in %)	-0.1	-0.6	-0.4	-0.2	0.1	0.6	0.6	0.5	-0.3	0.5
Arbeitslosigkeit (in %)	2.3	2.4	2.6	2.9	3.1	3.0	2.9	2.7	2.5	2.9
Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten, YoY, in %	0.5	0.0	-1.0	-1.3	-0.2	0.2	0.8	1.2	-0.5	0.5
Nettozuwanderung (in Tsd.)									37	
Nominallohnwachstum, YoY, in %									0.5	0.1
Leistungsbilanz, in % des BIP									-0.5	2.0

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

## Zinsen und geldpolitische Angaben

	Aktuell	3M	12M		Aktuell	Vormonat	Vorjahr
SNB-Leitzins, in %	-0.75	-0.75	-0.75	Geldmenge M0 (CHF Mrd.)	562.7	568.4	548.0
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, in %	-0.50	-0.8	-0.6	Geldmenge M1 (in %, ggü. Vorjahr)	5.1	5.2	6.9
				Geldmenge M2 (in %, ggü. Vorjahr)	3.6	3.6	3.7
				Geldmenge M3 (in %, ggü. Vorjahr)	3.5	3.6	3.3
Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse				Devisenreserven (in CHF Mrd.)	788.0	767.7	787.4

## 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 Anlagestrategen 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 Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinn

ne 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 Kapitalnachsusspflicht 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 Wertpapieren 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 Anlagedienstleistungen 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. INP000002478) 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, Term sheets, Anlagestrategien, Jahresberichte und periodischen Finanzinformationen enthalten 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 Mexico 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, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasvevler 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