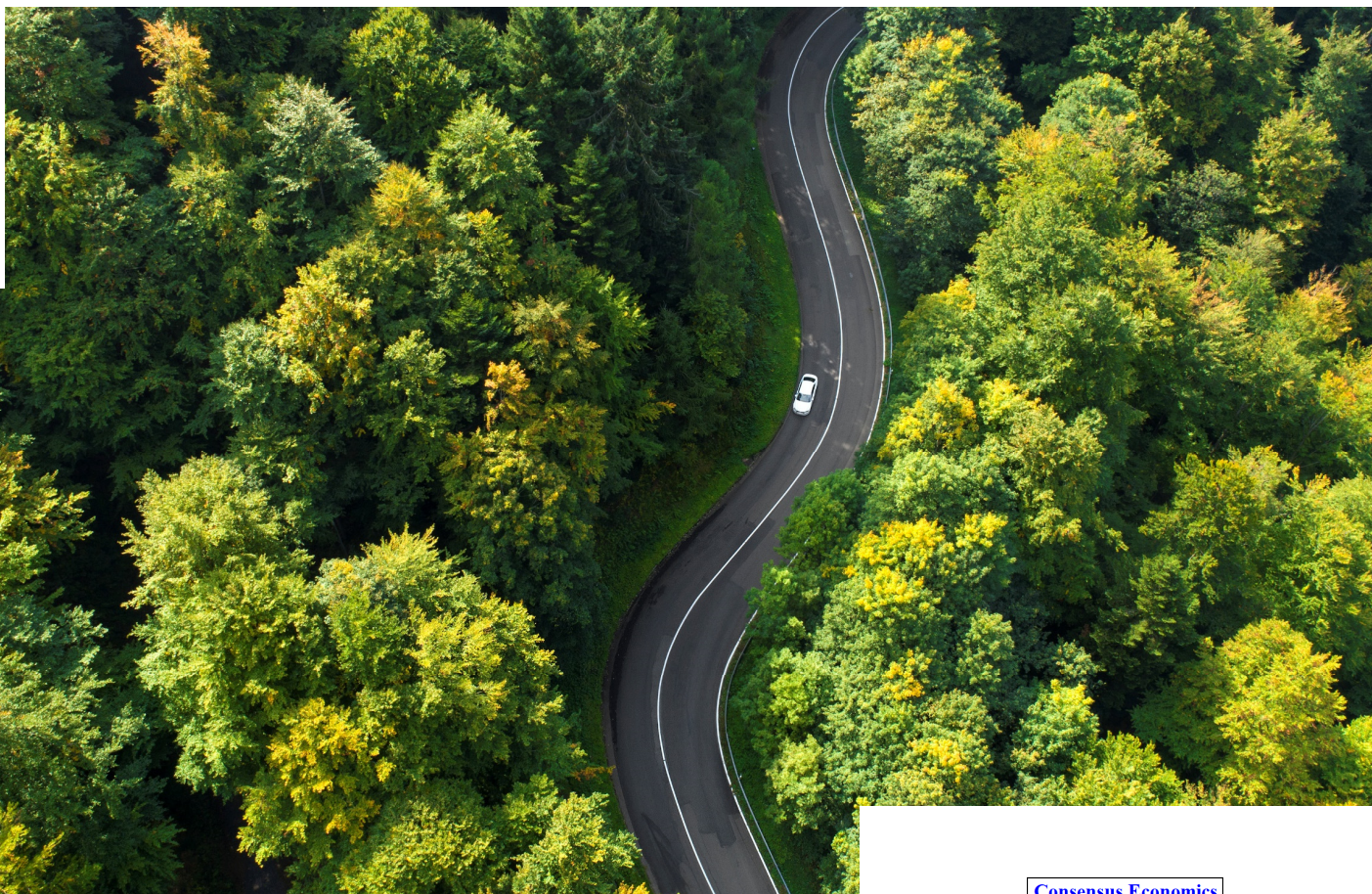


Schweizer Zinsbonus ist zurück, um zu bleiben

Monitor Schweiz | 4. Q 2022



Konjunktur
Schweizer Wachstumsbonus

Seite 6

Fokus
Comeback des Schweizer Zinsbonus

Seite 12

Geldpolitik
Leitzinsen dürften weiter steigen

Seite 17



Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Das zu Ende gehende Jahr 2022 wird definitiv in die Wirtschaftsgeschichtsbücher eingehen. Die Inflation gab bereits zu Jahresbeginn Anlass zur Sorge, und der Ausbruch des Kriegs in der Ukraine trieb die Preise noch weiter in die Höhe. Eine Inflation von 9% in den USA und sogar zweistellige Inflationsraten in der Europäischen Union (EU) und Grossbritannien sind nach Jahrzehnten mit vergleichsweise ruhiger Teuerungsentwicklung tatsächlich als historisch zu bezeichnen. Eine derart hohe Inflation ist schlecht für das Gedeihen der Wirtschaft und birgt sozialen Zündstoff. Zur Veranschaulichung: Eine Teuerung von 10% würde die Kaufkraft von Bargeld innert rund sieben Jahren halbieren. Als Reaktion auf die Inflation haben die Zentralbanken, allen voran die US-Notenbank (Fed), denn auch so stark und abrupt an der Zinsschraube gedreht wie seit 40 Jahren nicht mehr. Zudem haben sie ihre Entschlossenheit signalisiert, die Zinsen so lange hoch zu halten, bis die Teuerung wieder gebändigt ist. Die Zinswende wurde somit innert kürzester Zeit zur neuen Realität. Die Kombination von hoher Inflation, hohen Zinsen und einer hohen geopolitischen Unsicherheit ist Gift für das Wirtschaftswachstum. Entsprechend bewegt sich die US-Wirtschaft am Rande einer Rezession, während Grossbritannien und die Eurozone bereits in eine solche abgeglitten sein dürften.

Auch die Schweizer Wirtschaft verliert markant an Schwung. Wie unser Konjunkturartikel auf Seite 6 darlegt, dürfte sie jedoch ein Abgleiten in eine Rezession vermeiden können. Der «Wachstumsbonus» der Schweiz ist einem robusten Konsum zu verdanken, der auch 2023 das Wachstum stützt. Zum Vorteil gereicht hierbei neben der Zuwanderung und einem liberalen Arbeitsmarkt auch ein schweizerischer «Inflationsbonus»: Die Inflation ist hierzulande weniger als ein Drittel so hoch wie im benachbarten Ausland, und sie sollte – unter anderem dank des frühzeitigen Agierens der Schweizerischen Nationalbank – bald wieder auf einem Wert liegen, der mit Preisstabilität gleichzusetzen ist. Deutlich weniger optimistisch sind indes die Aussichten für Teile der Exportindustrie. Aufgrund der Rezession in der Eurozone müssen insbesondere die Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie sowie die Chemiebranche mit einer geringeren Nachfrage aus dem Ausland rechnen, während die Pharmaexporte kurzfristig unelastisch gegenüber Veränderungen der Wirtschaft in der EU sind. Gleichzeitig sind die gestiegenen Energiepreise sowie die unsichere Versorgungslage auch hierzulande eine Herausforderung. Doch die Vorbereitungen der Unternehmen auf eine etwaige Mangellage sind zumindest bereits weit fortgeschritten, wie unsere Einkaufsmangerumfrage zeigt. Zudem braucht die Schweizer Industrie weniger als halb so viel Energie für die Generierung ihrer Wertschöpfung als ihre Pendanten im Ausland.

Um den traditionellen Schweizer «Zinsbonus» geht es im Fokusartikel. Die Schweiz profitiert derzeit wieder von deutlich tieferen Zinsen als das Ausland. Diese Konstellation hatte früher während Jahrzehnten Bestand, doch bröckelte sie Anfang der 2000er-Jahre und verschwand zuletzt während der COVID-19-Pandemie sogar ganz. Mit der Zinswende kehrt der Zinsbonus nun ebenfalls wieder zurück, und es gibt gute Gründe, die dafür sprechen, dass das hiesige Zinsniveau bis auf Weiteres tiefer bleiben wird als im Ausland. Die Schweiz hat folglich durchaus zahlreiche Trümpfe in der Hand, um die aktuellen Schwierigkeiten zu meistern.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre.



André Helfenstein
CEO Credit Suisse (Schweiz) AG



Claude Maurer
Chefökonom Schweiz

Konjunktur Schweiz	6
Schweizer Wachstumsbonus	
Dank des robusten Konsums dürfte die Schweiz nicht in eine Rezession abgleiten, die Wirtschaft verliert jedoch an Schwung. Wir prognostizieren für 2023 ein Wachstum des Bruttoinlandprodukts von noch 1.0%, nach einem Plus von 2.0% im Jahr 2022.	
Konjunktur Monitor	8
Branchen Monitor	9
Fokus	12
Comeback des Schweizer Zinsbonus	
Die Differenz zwischen den deutschen und Schweizer Nominalzinsen ist derzeit grösser als in den letzten zehn Jahren. Dies scheint weitgehend dadurch bedingt, dass die Inflationserwartungen in der Schweiz weniger stark gestiegen sind als anderswo. Da die Wahrung der Preisstabilität für die Zentralbanken weltweit schwieriger werden dürfte und die Schweiz in dieser Hinsicht über eine bessere Ausgangslage verfügt, dürfte der Schweizer Zinsbonus für einige Zeit anhalten.	
Geldpolitik	17
Leitzinsen dürften weiter steigen	
Die Inflation in der Schweiz ist nach wie vor zu hoch und rechtfertigt somit unseres Erachtens eine straffere Geldpolitik. Wir erwarten folglich, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins weiter anheben und Fremdwährungsreserven veräussern wird.	
Geldpolitik Monitor	18
Immobilien Monitor	19
Credit Suisse Vorlaufindikatoren	20
Prognosen und Indikatoren	22



Schweizer Wachstumsbonus

Dank des robusten Konsums dürfte die Schweiz nicht in eine Rezession abgleiten, die Wirtschaft verliert jedoch an Schwung. Wir prognostizieren für 2023 ein Wachstum des Bruttoinlandprodukts von noch 1.0%, nach einem Plus von 2.0% im Jahr 2022.

Konsum stützt Wachstum

Im 3. Quartal 2022 war der private Konsum erneut eine solide Stütze des Schweizer Wirtschaftswachstums. Dies sollte er auch im Jahr 2023 bleiben, liegt doch die Arbeitslosenquote auf dem niedrigsten Stand seit zwei Jahrzehnten, während die Beschäftigung zunimmt. Die Dynamik wird zwar abnehmen, die Arbeitsmarktlage dürfte sich aber auch im kommenden Jahr positiv präsentieren (vgl. Box Arbeitsmarkt, Seite 8). Dank Vollbeschäftigung bleibt die Erwerbssituation der Haushalte trotz Konjunktursorgen gut, was in der Regel für den Konsum entscheidend ist. Gleichzeitig wechseln Arbeitnehmende zum Teil in besser bezahlte Tätigkeiten, sodass ihre Löhne tendenziell steigen. Selbst diejenigen, die in ihrer angestammten Stelle bleiben, können im kommenden Jahr mit Lohnsteigerungen von 2.3% rechnen, nachdem die Löhne bereits im laufenden Jahr um 1.5% zugelegt haben. Insgesamt nimmt die Gesamtlohnsumme dadurch stärker zu, als die Kaufkraft infolge der Inflation schwindet. Die Zunahme der Lohnsumme in den ersten neun Monaten dieses Jahres lag dementsprechend mit 5.0% deutlich über der Teuerung (2.8%).

Inflation hat Höhepunkt überschritten

Derweil hat die Inflation ihren Höhepunkt überschritten (vgl. Box Inflation, Seite 8), und sie dürfte in absehbarer Zeit wieder auf einem Wert fallen, der mit Preisstabilität gleichzusetzen ist (Prognose für 2023: 1.5%). Zudem verfügen die Haushalte im Durchschnitt nach wie vor über finanzielle Polster aus der Zeit der COVID-19-Lockdowns. Die Sparquote – also der Teil des Einkommens, der nicht für Konsum ausgeben wird – stieg im 1. Quartal 2020 aufgrund der eingeschränkten Konsummöglichkeiten und der hohen Unsicherheit sprunghaft an und verharrte bis ins 1. Quartal dieses Jahres auf ungewohnt hohem Niveau (vgl. Abb. 1). Seit dem 2. Quartal 2022 sinkt die Sparquote indessen wieder, wohl auch als Folge der vollständigen Aufhebung sämtlicher Coronamassnahmen im April. Sie liegt jedoch nach wie vor über dem vorpandemischen Durchschnitt. Ein eigentliches «Entsparen», also ein Abbau der finanziellen Polster, hat bisher jedenfalls nicht stattgefunden. Darüber hinaus hat sich die Zuwanderung jüngst beschleunigt (vgl. Box, Seite 8). Die Zuwanderung ist ein wichtiger Treiber des privaten Konsums, war doch im Durchschnitt der vergangenen Jahre deutlich mehr als ein Viertel des Konsumwachstums auf sie zurückzuführen. Neben dem privaten Konsum dürfte auch der Staatskonsum das Wirtschaftswachstum weiterhin stützen, zumal die staatlichen Ausgaben unter anderem durch die Massnahmen zur Verhinderung einer Strommangellage ausserplanmässig erhöht werden.

Abb. 1. Sparquote bleibt hoch

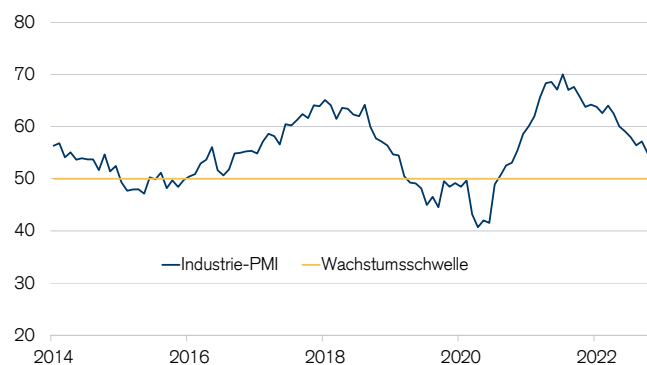
Verhältnis zwischen Konsum der Haushalte und Arbeitnehmerentgelt



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 3. Quartal 2022

Abb. 2. Industrie-PMI über Wachstumsschwelle

Einkaufsmanagerindex (PMI)



Quelle: procure.ch, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: November 2022

Traditionelle Industrie bösst an Schwung ein

Weniger positiv ist der Ausblick für die Industrie. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Schweizer Industrie (vgl. Abb. 2) signalisiert im Gegensatz zu seinem Pendant für die Eurozone zwar nach wie vor keine Kontraktion, der Verlust an Schwung ist aber offensichtlich. Wegen der Rezession in der Eurozone müssen insbesondere die Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie sowie die Chemiebranche mit einer geringeren Nachfrage aus dem Ausland rechnen, während die Pharmaexporte kurzfristig unelastisch gegenüber Veränderungen der Wirtschaftsdynamik sind. Derweil wird das Währungspaar EUR/CHF gemäss unseren Prognosen unter der Parität bleiben. Dank der deutlich tieferen Inflation hierzulande kommt die Exportindustrie jedoch vergleichsweise gut mit dem aktuellen EUR/CHF-Wechselkurs zurecht, mindern doch die geringeren Kostensteigerungen den preislichen Wettbewerbsnachteil. Zudem scheint die Normalisierung im Einkauf voranzuschreiten: Im November berichteten zwei Drittel der Unternehmen von unveränderten Lieferzeiten, während sich die Meldungen zu längeren und kürzeren Lieferzeiten ungefähr die Waage hielten.

Energiepreise sind eine grosse Herausforderung

Die gestiegenen Energiepreise sowie die unsichere Versorgungslage sind auch hierzulande eine Herausforderung, obwohl die Schweizer Industrie weniger als halb so viel Energie zur Generierung ihrer Wertschöpfung braucht als ihre Pendants in Europa oder Grossbritannien (vgl. Abb. 3). Dennoch gaben rund 4% der Industrieunternehmen in der PMI-Umfrage im Oktober an, wegen der Lage am Gasmarkt Teile der Produktion eingestellt zu haben, und aufgrund der hohen Strompreise haben sogar fast 10% der antwortenden Industriebetriebe die Produktion reduziert.

Risiko einer Energiemangellage dank Massnahmen derzeit gering

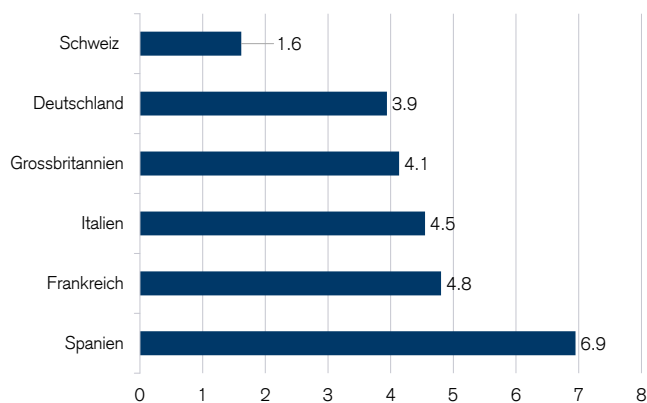
Immerhin haben die hohen Lagerbestände an Gas in der Eurozone sowie die milde Witterung und die bisherigen Produktionsdrosselungen das Risiko von wiederholten Unterbrüchen im europäischen Gasmarkt zuletzt etwas verringert, was auch der Stromversorgung in Europa zum Vorteil gereicht. Zudem laufen in der Schweiz die Vorbereitungen auf eine mögliche Energiemangellage, d.h. es werden auf diversen Ebenen Massnahmen zur Abwendung einer solchen aufgegleist. Der Bund richtet beispielsweise eine Wasserkraftreserve ein und beschafft Reservekraftwerke (auf Gas- und Ölbasis). Entsprechend ist das Risiko einer Energiemangellage mit Unterbrüchen hierzulande gesunken, die Lage bleibt aber angespannt. Vieles hängt von den Temperaturen im Winter ab, die nicht prognostizierbar sind. Die Antworten im Rahmen der PMI-Umfrage geben dabei Informationen zu den Vorbereitungen der Wirtschaft auf eine mögliche Eskalation der Energiekrise: Mehr als die Hälfte der Unternehmen hat bereits Massnahmen ergriffen, und rund ein Viertel verfügt über einen vorbehaltenen Entschluss. Die am häufigsten ergriffene Massnahme gegen eine Strommangellage ist eine generelle Reduktion des Stromverbrauchs (vgl. Abb. 4). 18% der Unternehmen haben Notstromaggregate oder Batterien angeschafft, und auch die Installation von Fotovoltaikanlagen gehört zum Massnahmenkatalog. Als Vorbereitung auf eine Gasmangellage haben 35% der Industriebetriebe ihre Anlagen auf den Betrieb mit Öl umgerüstet.

Wachstumstreiber fehlen

Insgesamt wird sich das Wirtschaftswachstum der Schweiz 2023 im Gleichschritt mit demjenigen der Weltwirtschaft verlangsamen. Das Risiko einer Rezession bleibt indes dank des robusten Konsums vergleichsweise klein. Angesichts der schwierigen Lage der Weltwirtschaft, die von Inflation, geldpolitischer Straffung sowie geopolitischen Unsicherheiten und dem Krieg in der Ukraine geprägt ist, sind allerdings auch keine neuen Wachstumstreiber in Sicht.

Abb. 3: Schweizer Industrie ist weniger energieintensiv

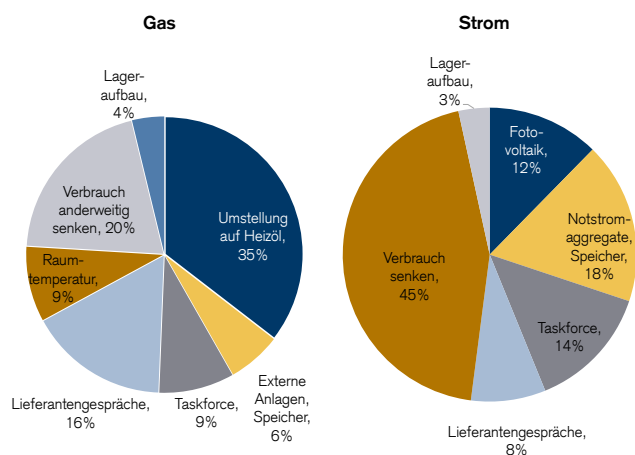
Energieintensität: Energie pro Wertschöpfung, in Terajoules / EUR Mio.



Quelle: IEA World Energy Balances 2022, Credit Suisse

Abb. 4: Unternehmen bereiten sich auf Energiemangellage vor

Welche Vorbereitungen haben Sie für eine mögliche Energiemangellage im Winter getroffen? Anteil der Antworten



Quelle: procure.ch, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: Oktober 2022

Inflation

Wir halten an unserer Prognose fest, dass die Inflation im Jahr 2023 sinken wird. Erstens dürfte der Beitrag des Ölpreisanstiegs von Anfang 2022 zur Inflationsrate nachlassen. Zweitens werden die Lieferengpässe in der Industrie zunehmend behoben, was dazu beitragen dürfte, die Teuerung der Konsumgüterpreise zu senken. Ein Risiko bleibt jedoch bestehen: Eine Anhebung des Referenzzinssatzes erscheint immer wahrscheinlicher. Dies würde eine stärkere Anhebung der Mieten erlauben, die jedoch nicht vor Ende des nächsten Jahres erfolgen könnte. Wir rechnen daher für 2023 weiterhin mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 1.5% (2022: 2.9%).

maxime.botteron@credit-suisse.com

Arbeitsmarkt

Mit einem Plus von 2.4% gegenüber dem Vorjahr nahm die vollzeitäquivalente Beschäftigung im 3. Quartal 2022 zwar weniger kräftig zu als im 1. Halbjahr, das Wachstum war aber weiterhin überdurchschnittlich stark. Die jüngsten Konjunkturumfragen deuten darauf hin, dass die Unternehmen für die kommenden Monate per saldo einen weiteren Stellenaufbau planen. Angesichts des verhaltenen Konjunkturausblicks ist jedoch von einer Verlangsamung der Beschäftigungsentwicklung im kommenden Jahr auszugehen. Für 2023 rechnen wir im Durchschnitt mit einem Stellenwachstum von 0.7%, nach 2.6% im laufenden Jahr.

emilie.gachet@credit-suisse.com

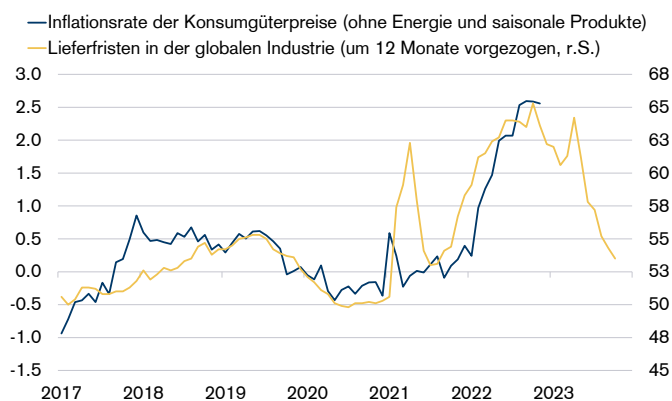
Zuwanderung

Der Arbeitskräftemangel hat die Zuwanderung in die Schweiz nach oben getrieben, sodass sich die Nettozuwanderung im laufenden Jahr auf rund 75'000 Personen belaufen dürfte. Für 2023 rechnen wir mit einer leichten Abschwächung des Wanderungssaldos. Die Konjunktur dürfte sich zwar auch in der Schweiz abschwächen, anders als für die Eurozone gehen wir hier aber nicht von einer Rezession aus. Dadurch wird sich die Kluft zwischen der Schweiz und ihren Nachbarländern voraussichtlich weiter öffnen, was eine Arbeitsmigration in die Schweiz bzw. den Verbleib von Ausländern und Schweizer Bürgern hierzulande fördern dürfte. Unter dem Strich sollte 2023 ein Wanderungssaldo von 70'000 Personen resultieren.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Normalisierung der Lieferfristen

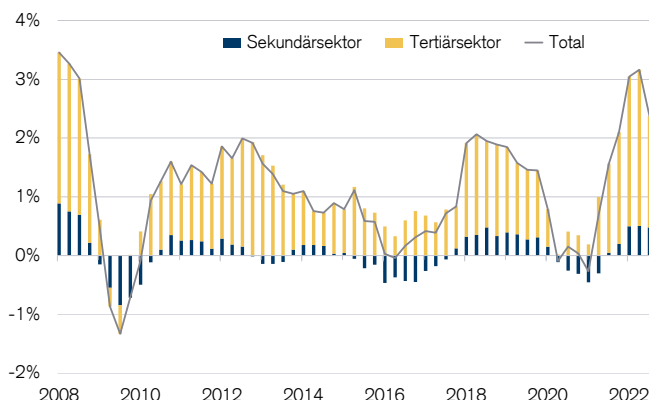
Inflation im Vorjahresvergleich, in %; Lieferfristen gemäss globalem PMI (rechte Skala)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Bloomberg, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: Oktober 2022

Beschäftigungswachstum weiterhin stark, Zenit aber überschritten

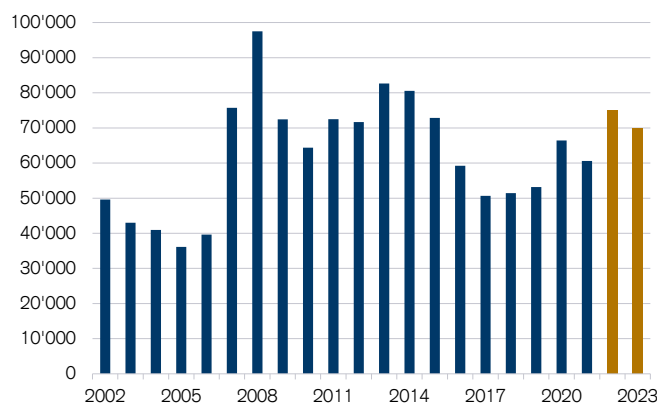
Vollzeitäquivalente Beschäftigung: Veränderung zum Vorjahr, in %, Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 3. Quartal 2022

Nur leichte Abschwächung der Zuwanderung im Jahr 2023

Wanderungssaldo der ständigen Wohnbevölkerung (ohne Registerkorrekturen, inkl. Schweizer Bürger); 2022: Schätzung, 2023: Prognose



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Pharmazeutische Industrie

Die Pharmaindustrie verzeichnete im 3. Quartal 2022 einen Exportrückgang von 4.2% gegenüber dem Vorjahr. Dabei gingen die Ausfuhren nach Deutschland und in die USA zurück, wogegen jene nach China deutlich stiegen. Die Pharmaexporte scheinen sich jedoch grundsätzlich zu stabilisieren, wie der Vergleich zum Vorquartal zeigt (+1.3%). Infolgedessen erwarten wir auch für die kommenden Monate eine solide Entwicklung, zumal sich die Ausfuhren der Pharmabranche in der Regel relativ unberührt von der globalen Konjunktur entwickeln.

meret.muegeli@credit-suisse.com

Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM)

Die Exporte der MEM-Industrie verloren im 3. Quartal 2022 deutlich an Dynamik, machte sich doch die global eingetrübte Industriestimmung bereits bemerkbar. Die MEM-Ausfuhren nach Deutschland stagnierten, jene nach Frankreich und Italien waren rückläufig. Auch die Exporte nach China schrumpften im 3. Quartal. Einzig die Ausfuhren in die USA verzeichneten ein beschleunigtes Wachstum. Gemäss Einkaufsmanagerindizes dürfte sich die Nachfrage in den kommenden Monaten weiter abschwächen. In China stellt das Risiko bezüglich COVID-19 nach wie vor ein Unsicherheitsfaktor für die Nachfrage dar. Die jüngst angekündigten Lockerungen dürfen keine rasche Erleichterung bringen.

meret.muegeli@credit-suisse.com

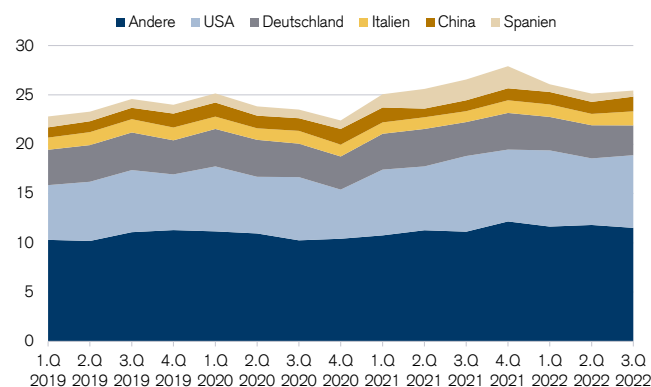
Uhrenindustrie

Die Uhrenexporte erreichten im 3. Quartal 2022 einen neuen Höchststand. Dies war besonders der ausgeprägten Erholung der chinesischen Nachfrage zuzuschreiben (+16% ggü. Vorjahresquartal). Die Ausfuhren in die USA nahmen erneut zu, wenn auch weniger stark als in den Quartalen zuvor. Mit weiteren markanten Wachstumsschüben aus China ist indessen in den nächsten Monaten nicht zu rechnen. Eine Erholung der Nachfrage aus Hongkong lässt derweil wohl ebenfalls noch auf sich warten. Aufgrund der gedämpften Konsumentenstimmung erwarten wir eine stagnierende Nachfrage.

meret.muegeli@credit-suisse.com

Weiterhin stabile Pharmaexporte

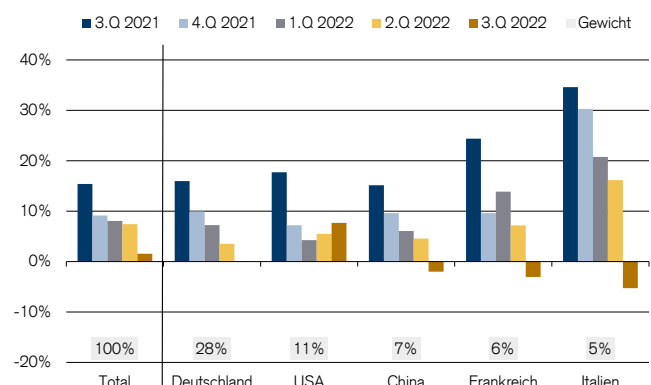
Pharmaexporte in CHF Mio. nach Ländern, saisonbereinigt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

MEM-Industrie spürt eingetrübte Industriestimmung

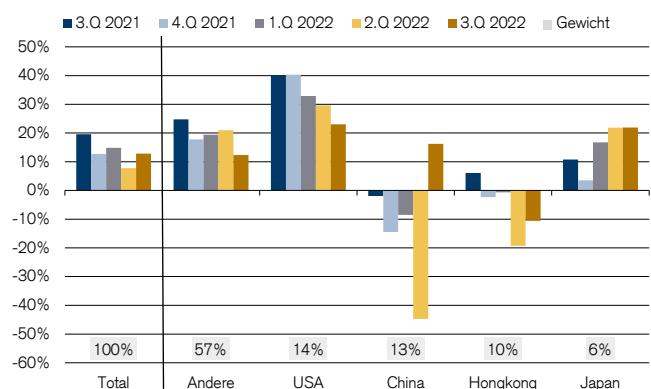
MEM-Exporte im Vergleich zum Vorjahresquartal nach Ländern, saisonbereinigt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Uhrenexporte erhalten Wachstumsimpuls aus China

Uhrenexporte im Vergleich zum Vorjahresquartal nach Ländern, saisonbereinigt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Detailhandel

Der Detailhandel verzeichnete im 3. Quartal 2022 erstmals seit über einem Jahr wieder ein nominales Umsatzplus (+0.6%). Aufgrund der Teuerung (+2.3%) fiel das reale Umsatzwachstum jedoch negativ aus (-1.7%). Nominal gesehen wuchs besonders der Non-Food-Bereich, während das Food/Near-Food-Segment stagnierte. Gestützt wurde die positive Entwicklung durch die hierzulande robuste Arbeitsmarktlage, die den Konsum auch in den kommenden Monaten untermauern dürfte. Infolgedessen erwarten wir in den nächsten drei Monaten trotz der schlechteren Konsumentenstimmung keinen Einbruch der Detailhandelsumsätze.

meret.muegeli@credit-suisse.com

Tourismus

Die Zahl der Logiernächte nahm in den Sommermonaten weiter zu. Die Schweizer Gäste zeichneten zwar erneut für die Mehrheit der Übernachtungen verantwortlich, das Wachstum der Logiernächte im Vorjahresvergleich wurde aber durch Besucher aus Amerika, Asien und Europa generiert. Dabei profitierten touristische Gemeinden und Zentren gleichermaßen. In Hinblick auf die kommenden Wintermonate dürften die eingetrübten Konjunkturaussichten und die Teuerung besonders auf der Konsumstimmung der europäischen Gäste lasten. Da dies jedoch die erste Wintersaison ohne COVID-19-Einschränkungen sein wird, sollte der Nachholbedarf dennoch überwiegen.

meret.muegeli@credit-suisse.com

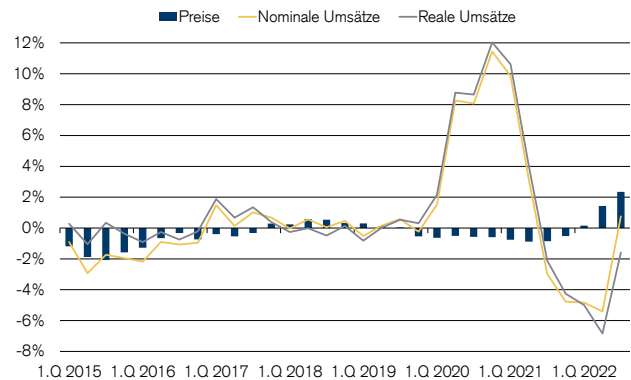
Informationstechnologie (IT)

Die Stimmung im IT-Sektor hat sich im 3. Quartal 2022 im Vergleich zum Vorquartal zwar leicht verbessert, liegt aber noch immer unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Der Saldo zwischen den Unternehmen, die ihre Geschäftslage als positiv einschätzen, und denjenigen, die sie als negativ einschätzen, belief sich nach einem Tief im 2. Quartal zuletzt auf 37%. Diese verhalten positive Entwicklung widerspiegelt das bislang solide Wachstum in der hiesigen Dienstleistungsbranche. Die Eintrübung der globalen Industriestimmung dürfte jedoch in den nächsten Monaten bremsend auf den IT-Sektor wirken.

meret.muegeli@credit-suisse.com

Nominaler Anstieg der Detailhandelsumsätze

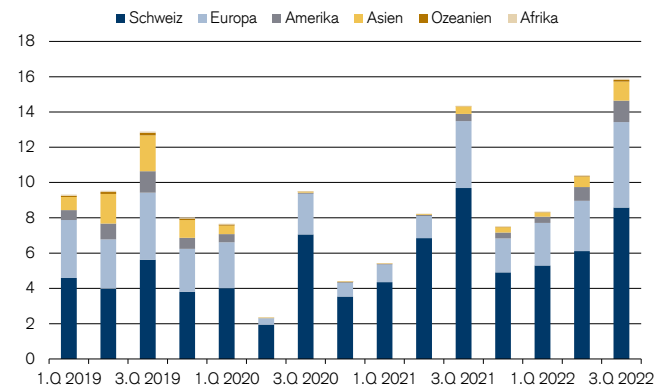
Detailhandelsumsätze, saisonbereinigt, und Preise im Vergleich zum Vorjahresquartal



Quelle: GfK, Credit Suisse

Vermehrt wieder Gäste aus Amerika und Asien

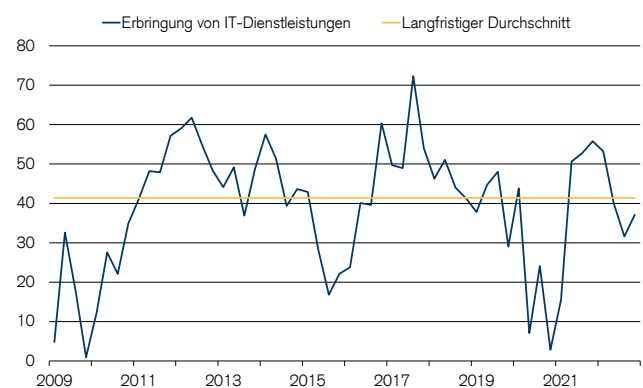
Logiernächte in Mio., nach Herkunftskontinent



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Stimmung im IT-Sektor weiterhin unterdurchschnittlich

Saldo zwischen Unternehmen, die ihre Geschäftslage als positiv beurteilen, und denjenigen, die sie als negativ beurteilen, in %, und langfristiger Durchschnitt



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



Comeback des Schweizer Zinsbonus

Die Differenz zwischen den deutschen und Schweizer Nominalzinsen ist derzeit grösser als in den letzten zehn Jahren. Dies scheint weitgehend dadurch bedingt, dass die Inflationserwartungen in der Schweiz weniger stark gestiegen sind als anderswo. Da die Wahrung der Preisstabilität für die Zentralbanken weltweit schwieriger werden dürfte und die Schweiz in dieser Hinsicht über eine bessere Ausgangslage verfügt, dürfte der Schweizer Zinsbonus für einige Zeit anhalten.

Der Schweizer Zinsbonus verschwand während der Pandemie ...

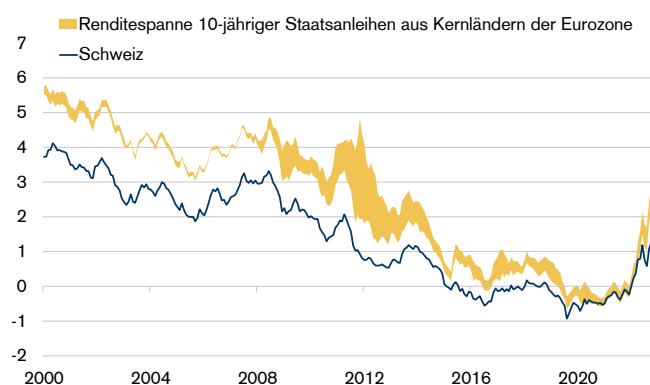
Die nominalen Renditen von Staatsanleihen waren in der Schweiz jahrzehntelang niedriger als in der Mehrzahl der Länder weltweit. Da die Staatsanleihenrenditen als Benchmark für die meisten Zinssätze in einer Volkswirtschaft herangezogen werden, hat die Wirtschaft in der Schweiz folglich generell stärker von tieferen Zinsen profitiert als in anderen Ländern. Diese als «Schweizer Zinsbonus» bezeichnete Differenz ist mit Blick auf die europäischen Länder besonders relevant, weil sie enge wirtschaftliche Beziehungen mit der Schweiz pflegen. Indes näherten sich die Zinsen seit Anfang der 2000er-Jahre bis zur COVID-19-Pandemie an, insbesondere zwischen der Schweiz und europäischen Ländern mit ähnlich tiefen Ausfallrisiken, wie etwa Deutschland, die Niederlande und Frankreich. Während der Coronakrise gaben die Renditen 10-jähriger deutscher und niederländischer Staatsanleihen sogar unter ihre Schweizer Pendanten nach. Doch die Nominalzinsen näherten sich nicht nur einander an, sondern sie fielen auch auf bisher beispiellose negative Werte (vgl. Abb. 1).

... oder – nach Bereinigung um die Inflation – schon vorher

Die realen bzw. inflationsbereinigten Zinsen folgten bis zum Einsetzen der Pandemie einem ähnlichen Trend, obwohl die Unsicherheit hier höher ist, weil sich Realzinsen nicht beobachten lassen und folglich geschätzt werden müssen. Unser einfaches Mass der Realzinsen, d.h. die Differenz zwischen den nominalen Sätzen und dem anhand eines statistischen Filters (Hodrick-Prescott-Filter) ermittelten Inflationstrend, legt nahe, dass die Realrenditen 10-jähriger Schweizer und deutscher Staatsanleihen mindestens seit den 2000er-Jahren kontinuierlich zurückgegangen sind. Darüber hinaus scheint es, dass die 10-jährigen deutschen Realrenditen bereits zu Beginn der 2010er-Jahre unter die 10-jährigen Schweizer Realrenditen abgerutscht sind (Abb. 2). Komplexer konzipierte Schätzungen deuten auf einen ähnlichen Trend hin.¹

Abb. 1: Europäische und Schweizer Zinsen konvergierten bis zur COVID-19-Pandemie

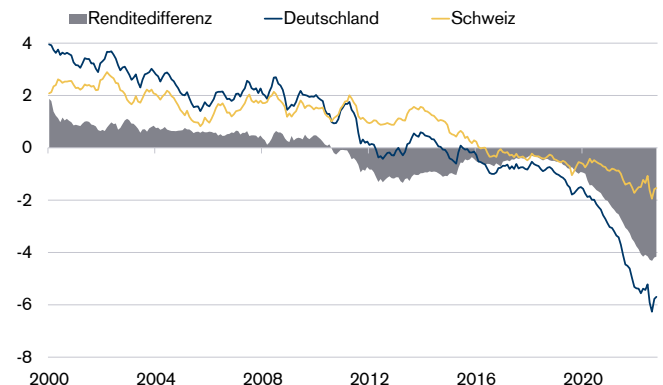
Renditen 10-jähriger Staatsanleihen, in % p.a.; zu den Kernländern der Eurozone zählen Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, die Niederlande und Österreich.



Quelle: Refinitiv Datastream, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: Oktober 2022

Abb. 2: Die realen Renditen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen sind seit mindestens zehn Jahren tiefer als ihre Schweizer Pendanten

Geschätzte Realrenditen 10-jähriger Staatsanleihen, in % p.a.



Quelle: Refinitiv Datastream, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: Oktober 2022

¹ P. Bacchetta, K. Benhima und J.-P. Renne (2021): «Understanding Swiss Real Interest Rates in a Financially Globalized World». Grundlagen für die Wirtschaftspolitik Nr. 25. Staatssekretariat für Wirtschaft SECO, Bern, Schweiz.

Nach Anstieg im Gleichschritt entkoppelten sich deutsche und Schweizer Renditen im Mai 2022

Wie ist in diesem Kontext der von negativen Niveaus ausgehende Wiederanstieg der Nominalzinsen im laufenden Jahr zu beurteilen? Und was bedeutet die zunehmende Differenz zwischen deutschen (und genereller: europäischen) Zinsen und Schweizer Zinsen seit Anfang 2022? Letztere ist besonders interessant, zumal die 10-jährigen Nominalrenditen in Deutschland und der Schweiz zunächst bis Anfang Mai 2022 im Gleichschritt zunahmen und sich dann entkoppelten. Seither hat sich die Zinsdifferenz kontinuierlich ausgeweitet und beläuft sich derzeit auf rund einen Prozentpunkt (Pp) (Abb. 3). Ist davon auszugehen, dass dieser Unterschied Bestand haben wird?

Anstieg der deutschen Renditen teilweise durch zunehmende Inflationserwartungen bedingt

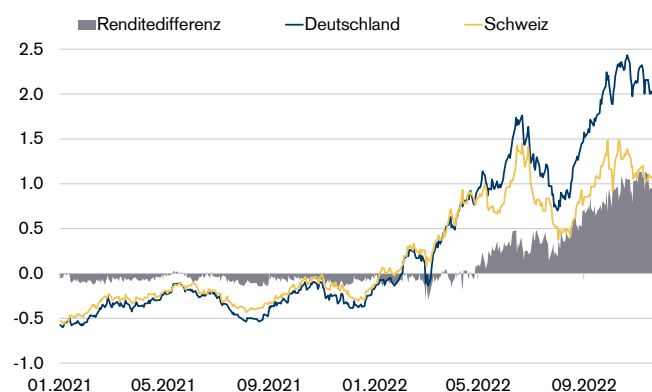
Ein Treiber der nominalen Zinsen sind die Inflationserwartungen, bzw. die Prämie, welche die Anleger als Entschädigung für das Risiko einfordern, dass die Inflation die erwartete Rendite auf ihren Investments erodiert. Da gewisse Regierungen inflationsindexierte Staatsanleihen begeben, verfügen wir für die betreffenden Finanzmärkte über ein Mass der Inflationserwartungen. Insbesondere scheint es, dass der Anstieg der Rendite der 10-jährigen deutschen Bundesanleihe von -0.9% am 9. März 2020 (Rekordtief) auf 2.9% am 31. Oktober 2022 ($+3.8$ Pp) teilweise durch einen Anstieg der Inflationserwartungen um 1.8 Pp bedingt war, also dadurch, dass die Finanzmärkte ihre Inflationserwartungen für die nächsten zehn Jahre von 0.6% p.a. am 9. März 2020 auf 2.4% p.a. am 31. Oktober 2022 revidierten (Abb. 4).

Rückgriff auf die Wirtschaftstheorie, um marktbasierter Inflationserwartungen für die Schweiz abzuleiten

Eine Erklärung für die zunehmende Renditedifferenz zwischen deutschen und Schweizer Staatsanleihen könnten folglich die seit Mai 2022 divergierenden Inflationserwartungen für Deutschland und die Schweiz sein. Leider gibt es kein marktbasierendes Mass der Inflationserwartungen für die Schweiz. Um diese Lücke zu füllen, haben wir unser eigenes Mass der marktbasierter Inflationserwartungen konzipiert, das sich auf die Wirtschaftstheorie abstützt. Zu diesem Zweck müssen wir in einem ersten Schritt davon ausgehen, dass Kaufkraftparität (PPP) gegeben ist. Kaufkraftparität impliziert, dass die erwartete Änderung des Wechselkurses eines Währungspaares der erwarteten Änderung der relativen Preise in den beiden betreffenden Währungsräumen entsprechen sollte – mit anderen Worten: dem erwarteten Inflationsunterschied. Zweitens müssen wir zudem annehmen, dass ungedeckte Zinsparität (UIP) herrscht. Dementsprechend sollte die erwartete Änderung des Wechselkurses der Zinsdifferenz der beiden Währungsräume entsprechen. Wenn sowohl PPP als auch UIP gegeben sind, impliziert dies, dass die Zinsdifferenz zwischen den beiden Volkswirtschaften der Differenz der erwarteten Inflationsraten zwischen den beiden Volkswirtschaften entsprechen sollte. Wir können folglich die Inflationserwartungen für die Schweiz berechnen, indem wir die Inflationserwartungen für Deutschland zur Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und Deutschland aufaddieren. Wir können diese Erwartungen auch anhand der US-Zinsen und der US-Inflationserwartungen herleiten. Wenn allerdings sowohl PPP als auch UIP herrschen, impliziert dies auch, dass die Realzinsen für beide Volkswirtschaften gleich sind. Dies ist eine sehr weitgehende Annahme, die insbesondere mit Blick auf die Schweiz und die USA als ziemlich unrealistisch erscheint. Demgegenüber scheint sie in Bezug auf die Schweiz und Deutschland realistischer. In jedem Fall würden wir uns nicht allzu sehr auf das absolute Niveau der von uns kalkulierten Inflationserwartungen für die Schweiz konzentrieren. Wir glauben jedoch, dass Änderungen der berechneten Werte über einen relativ kurzen Zeitraum trotzdem nützliche Informationen bieten.

Abb. 3: Nach synchronem Anstieg entkoppelten sich deutsche und Schweizer Renditen im Mai 2022

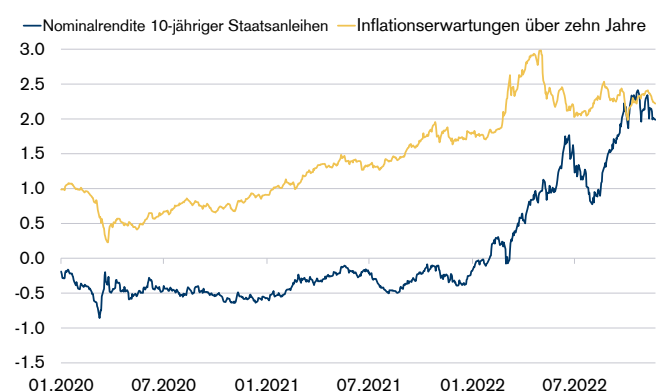
Nominalrenditen 10-jähriger Staatsanleihen, in % p.a.



Quelle: Refinitiv Datastream, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 21.11.2022.

Abb. 4: Zunahme der deutschen Anleihenrenditen teilweise durch steigende Inflationserwartungen bedingt

Deutsche Zinsen und Inflationserwartungen, in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 21.11.2022.

Rückläufige Inflationserwartungen in der Schweiz ...

Unser marktbasierendes Mass der Inflationserwartungen für die Schweiz über die nächsten zehn Jahre (anhand der Renditen 10-jähriger deutscher Staatsanleihen und der deutschen Inflationserwartungen über zehn Jahre kalkuliert) signalisiert effektiv, dass sich die Schweizer und die deutschen Inflationserwartungen im Mai 2022 zu entkoppeln begannen: Für die Schweiz gingen sie kontinuierlich zurück, während sie für Deutschland etwa konstant blieben. Die Herleitung der Inflationserwartungen für die Schweiz über zehn Jahre anhand der US-Zinsen und der US-Inflationserwartungen ergibt ein ähnliches Bild: Die hiesigen Inflationserwartungen haben ihren Höhepunkt zu Beginn des 2. Quartals 2022 überschritten und sind seither um 1.25 bis 1.50 Pp gefallen (Abb. 5).

... erklären die jüngst zunehmende Differenz zwischen deutschen und Schweizer Renditen

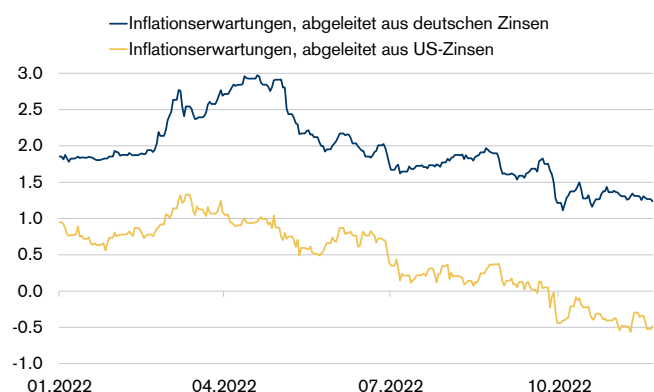
Unsere Resultate legen nahe, dass die steigende Differenz zwischen 10-jährigen deutschen und Schweizer Staatsanleihenrenditen seit Mai 2022 im Wesentlichen durch eine höhere Inflationsprämie auf deutschen als auf Schweizer Zinsen bedingt ist. Zwei Faktoren dürften zu dieser Entwicklung beigetragen haben: Erstens ist die Teuerung in Deutschland (und in der Eurozone) auf die höchsten Werte seit Jahrzehnten gestiegen, und wir prognostizieren für 2023 eine Durchschnittsinflation von 6.4%. Demgegenüber ist die Inflation in der Schweiz moderater geblieben, und wir prognostizieren für 2023 einen Durchschnittswert von 1.5%. Dieser substantielle Unterschied der kurzfristigen Inflationserwartungen erklärt zum Teil den Unterschied der langfristigen Inflationserwartungen (die 10-jährige Inflationserwartung ist die erwartete jährliche Durchschnittsinflation über die nächsten zehn Jahre).

Berechnungen der langfristigen Inflationserwartungen signalisieren hohes Mass an Vertrauen in die Fähigkeit der SNB, die Preisstabilität zu wahren

Zweitens hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) schneller auf den steigenden Inflationsdruck reagiert und ihre Geldpolitik angepasst als die Europäische Zentralbank (EZB). Die SNB erhöhte ihren Leitzins am 16. Juni 2022 um 0.50 Pp, wogegen die EZB bis im Juli mit einem ersten Zinsschritt nach oben zuwarten. Mit ihrer raschen Reaktion hat die SNB ihre Glaubwürdigkeit in Bezug auf die Wahrung der Preisstabilität gestärkt, während die Glaubwürdigkeit der EZB unter ihrer langsamen Reaktion gelitten haben dürfte. Eine höhere Glaubwürdigkeit der Zentralbank sollte in tieferen langfristigen Inflationserwartungen zum Ausdruck kommen. Das Problem mit den 10-jährigen Inflationserwartungen als Mass der langfristigen Inflationserwartungen sind die Auswirkungen der kurzfristigen Inflationserwartungen, vor allem im aktuellen Umfeld, in dem Letztere für Deutschland (und die Eurozone generell) besonders hoch sind. Um dieses Problem zu umgehen, nehmen wir Rückgriff auf sogenannte 5-Jahres/5-Jahres-Inflationsswaps, welche die erwartete jährliche Durchschnittsinflation in fünf Jahren für die darauffolgenden fünf Jahre messen. Dieses Mass der Inflationserwartungen wird mithilfe der 5- und 10-jährigen Inflationserwartungen konzipiert und erlaubt es uns, einen 5-Jahres/5-Jahres-Inflationsswap für die Schweiz abzuleiten, wobei wir uns auf die 5- und 10-jährigen Erwartungen abstützen, die wir anhand der vorstehend erläuterten Methode berechnet haben. Wir würden uns auch hier nicht zu sehr auf den absoluten Wert der kalkulierten 5-Jahres/5-Jahres-Erwartungen konzentrieren, zumal für ihre Berechnung weitgehende Annahmen getroffen werden müssen. Dennoch: Die derart kalkulierten langfristigen Inflationserwartungen sind zurückgegangen, nachdem sie Anfang Jahr noch gestiegen waren. Dies bescheinigt der SNB eine hohe Glaubwürdigkeit in Bezug auf die langfristige Wahrung der Preisstabilität. Im Gegensatz dazu sind die langfristigen Inflationserwartungen in der Eurozone erhöht geblieben. Dies dürfte signalisieren, dass die EZB bezüglich Kontrolle der Teuerung weniger glaubwürdig ist als die SNB (Abb. 6).

Abb. 5: Aus Finanzmärkten abgeleitete Inflationserwartungen für die Schweiz seit dem 2. Quartal 2022 rückläufig

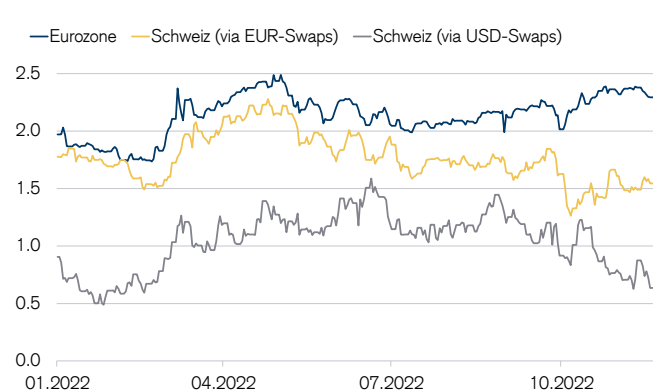
Mass der 10-jährigen Inflationserwartungen für die Schweiz, in % p.a.



Quelle: Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 21.11.2022

Abb. 6: Divergierende Trends der langfristigen Inflationserwartungen für die Eurozone und die Schweiz

5-Jahres/5-Jahres-Inflationsswaps, in % p.a.



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 21.11.2022

Herausforderungen für die globale Geldpolitik sprechen für anhaltenden Schweizer Zinsbonus

Ob die Differenz der Nominalzinsen (d.h. der Schweizer Zinsbonus) Bestand haben wird oder nicht, wird von der Fähigkeit der Zentralbanken abhängen, die Inflation wieder auf die von ihnen definierten Werte für Preisstabilität zu drücken. In dieser Hinsicht scheint die Aufgabe der SNB einfacher, weil die Teuerung in der Schweiz bereits tiefer ist und die Glaubwürdigkeit der SNB hinsichtlich der Wahrung der Preisstabilität höher zu sein scheint als bei anderen Zentralbanken. Dennoch dürfte die Geldpolitik weltweit mit neuen Herausforderungen konfrontiert werden. Nicht nur ist der Inflationsausblick besonders unsicher, sondern es gibt auch Gründe zur Annahme, dass die Inflation über ihren vorpandemischen Niveaus verharren wird. In China schrumpft die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, und dieser Trend wird sich wohl bald auch in einkommensstärkeren Ländern akzentuieren, sodass die Löhne unter Aufwärtsdruck geraten. Es drohen zudem steigende Haushaltsdefizite, weil eine alternde Bevölkerung die für Gesundheits- und Pensionsleistungen erforderlichen Ausgaben in die Höhe treiben wird, während der Krieg in der Ukraine höhere Verteidigungsausgaben nach sich ziehen dürfte. Höhere Haushaltsdefizite wirken in der Regel inflationstreibend. Darüber hinaus konzentrieren sich die Zentralbanken gegenwärtig zwar stark auf die Reduktion der Teuerung, ihre Entschlossenheit könnte aber nachlassen, bevor sich die Inflation wieder auf die aktuellen Zielwerte der Zentralbanken abschwächt, zumal die Kosten des Kampfes gegen die Inflation offensichtlicher werden dürften. Damit besteht das Risiko, dass die Inflationserwartungen auf längere Sicht höher bleiben werden als vor der Pandemie. Dieser Trend würde zu generell höheren Inflationserwartungen beitragen und dafür sprechen, dass der Schweizer Zinsbonus Bestand haben wird, sofern die SNB nicht ihr Inflationsziel anhebt oder in ihren Bemühungen zur Senkung der Teuerung nachlässt.

maxime.botteron@credit-suisse.com



Leitzinsen dürften weiter steigen

Die Inflation in der Schweiz ist nach wie vor zu hoch und rechtfertigt somit unseres Erachtens eine straffere Geldpolitik. Wir erwarten folglich, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins weiter anheben und Fremdwährungsreserven veräussern wird.

SNB dürfte Leitzins bis auf 1.00% erhöhen

Da die Inflation über Niveaus verharrt, welche die SNB als Preisstabilität definiert (d.h. eine positive Inflationsrate von unter 2%), rechnen wir mit einer fortgesetzten geldpolitischen Straffung in der Schweiz. Da sich die Teuerung unseren Erwartungen zufolge jedoch kontinuierlich abschwächen sollte, ist in unseren Augen nur eine moderate Straffung angezeigt. Wir gehen davon aus, dass die SNB Letztere mittels zweier Instrumente umsetzen wird. Erstens dürfte sie den Leitzins-erhöhungen vom Juni und September weitere Zinsschritte nach oben folgen lassen. Allerdings werden diese Leitzinserhöhungen voraussichtlich kleiner ausfallen als diejenigen im vergangenen Sommer. Wir erwarten, dass der Leitzins von aktuell 0.50% auf 0.75% im Dezember 2022 und auf 1.00% im März 2023 steigen wird (vgl. Abb. 1). Einerseits sollten diese Leitzinsanhebungen dazu beitragen, den Anstieg der inländischen Inflation zu beschränken, indem sie eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in der Schweiz verhindern. Andererseits sollten sie den CHF daran hindern, gegenüber anderen Währungen abzuwerten. Nachdem die SNB jahrelang gegen einen übermässig starken CHF gekämpft hat, konzentriert sie sich nun effektiv darauf, eine etwaige Abwertung desselben zu begrenzen. Ein schwächerer CHF – insbesondere gegenüber dem EUR – würde nämlich zu einer höheren Inflation beitragen, indem er die Preise für importierte Güter steigen lässt.

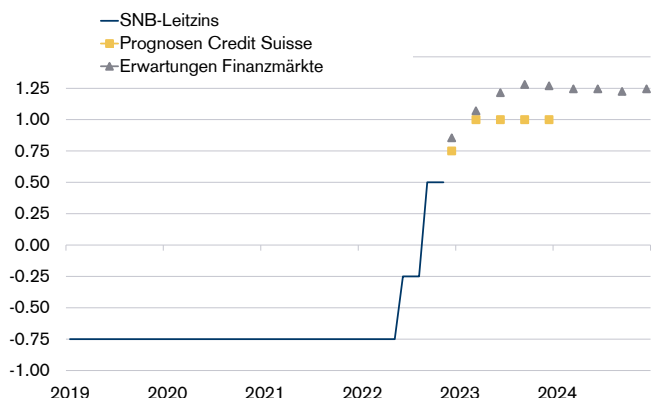
Fremdwährungsverkäufe dürften CHF an Abwertung hindern

Zweitens erwarten wir, dass die SNB – ebenfalls zwecks Vermeidung einer CHF-Abwertung – Fremdwährungsreserven veräussern (und damit CHF kaufen) wird. Es gibt tatsächlich bereits Belege dafür, dass die SNB Devisen verkauft hat, und zwar gemäss unseren Schätzungen im Umfang von CHF 3.4 Mrd. im September und 13.3 Mrd im Oktober (vgl. Abb. 2). Da Fremdwährungsverkäufe zu einer Straffung der Geldpolitik beitragen, werden unseres Erachtens weniger Leitzinserhöhungen erforderlich sein. Folglich sollten die Kosten der geldpolitischen Straffung für die Schweizer Wirtschaft moderater ausfallen, insbesondere im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften, in denen die Zentralbanken ihre Leitzinsen rasant anheben. Darüber hinaus könnten schnelle Zinserhöhungen den Immobilienmarkt übermässig schwächen, obwohl die SNB eine Abkühlung in diesem Bereich wohl begrüssen würde. Abschliessend ist das Risiko eines raschen Anstiegs des Referenzzinses, der für die Festlegung der Wohnungsmieten ausschlaggebend ist, umso grösser, je schneller die SNB ihren Leitzins anhebt. Ein höherer Referenzzins würde es den Vermietern erlauben, die Mieten zu erhöhen. Dies würde wiederum die Inflation anfachen und damit dem SNB-Ziel einer Reduktion der Teuerung zuwiderlaufen.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Abb. 1: SNB dürfte Leitzins bis auf 1.0% erhöhen

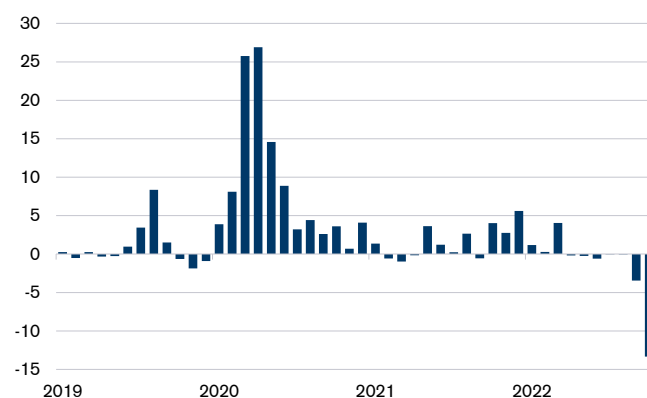
In %, Markterwartungen vom 6. Dezember 2022



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

Abb. 2: Weitere Fremdwährungsverkäufe sind wahrscheinlich

Geschätzte Devisenmarktinterventionen durch die SNB (positive Werte entsprechen Fremdwährungskäufen, und umgekehrt), in CHF Mrd.



Quelle: Credit Suisse

Liquidität

Parallel zur Erhöhung ihres Leitzinses hat die SNB Liquidität abgeschöpft, um die Übertragung ihrer Geldpolitik auf die Finanzmärkte zu gewährleisten. Die SNB setzt zwei Instrumente ein, um Liquidität abzuschöpfen: Repogeschäfte und die Emission von Schuldverschreibungen (SNB Bills). In beiden Fällen können die Operationen als vorübergehende Ausleihung von Liquidität von ihren Gegenparteien (in der Regel Banken) durch die SNB verstanden werden. Unabhängig davon reduzieren auch Fremdwährungsverkäufe die Liquidität, da die SNB dabei CHF zurückkauft. Unter dem Strich hat die SNB die Liquidität seit August um CHF 174 Mrd. gesenkt.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Banknoten

Seit der ersten Leitzinsanhebung durch die SNB im Juni 2022 hat sich die Nachfrage nach Banknoten rasant abgeschwächt. Während die sich im Umlauf befindlichen Banknoten im September im Vergleich zum Ende des Vorjahres üblicherweise um rund CHF 1.2 Mrd. bis CHF 1.3 Mrd. tiefer liegen, lagen sie diesmal um CHF 8 Mrd. unter ihrem Niveau vom Dezember 2021. Im Zuge der steigenden Zinsen sind auch die Opportunitätskosten des Haltens von physischem Bargeld gestiegen. Der Rückgang der zirkulierenden Banknoten war im Wesentlichen durch einen Rückgang der 1000-Franken-Noten bedingt, was den Schluss nahelegt, dass physisches Bargeld gehortet wurde, um den Negativzinsen zu entgehen.

maxime.botteron@credit-suisse.com

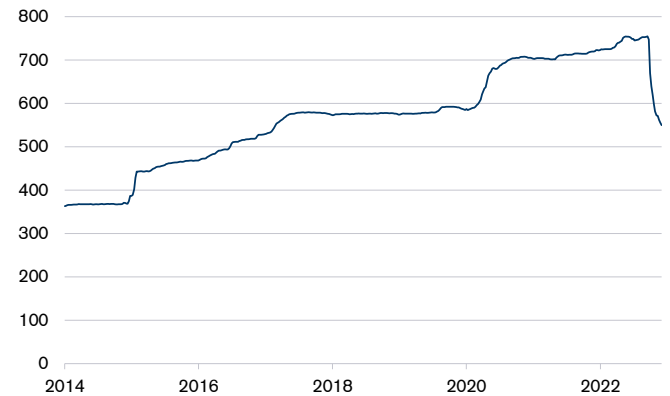
COVID-19-Kredite

Die Rückzahlung von COVID-19-Krediten hat sich seit unserem letzten Update beschleunigt. Seit dem 31. August 2022 wurden CHF 622 Mio. an COVID-19-Krediten getilgt, wogegen im Zeitraum davor (8. Juni bis 31. August) nur CHF 146 Mio. zurückerstattet worden waren. Die Ausfälle stiegen von CHF 513 Mio. auf CHF 658 Mio., während CHF 20.7 Mio. (+ CHF 4.1 Mio.) aus zuvor ausgefallenen Krediten zurückgewonnen werden konnten. Da die Zinsen generell gestiegen sind, scheint es uns wahrscheinlich, dass der Bundesrat den Zinssatz für COVID-19-Kredite (der sich aktuell für die meisten Kredite auf 0.0% beläuft) zum nächstmöglichen Anpassungstermin, also am 31. März 2023, erhöhen wird.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Liquidität fällt rasch

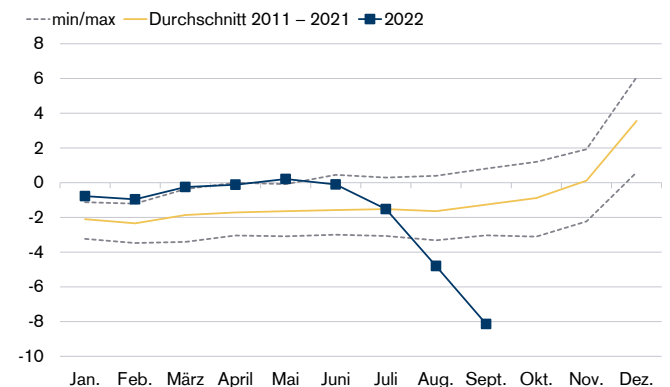
Total Sichteinlagen bei der SNB, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

Im Umlauf befindliche Banknoten schnell rückläufig

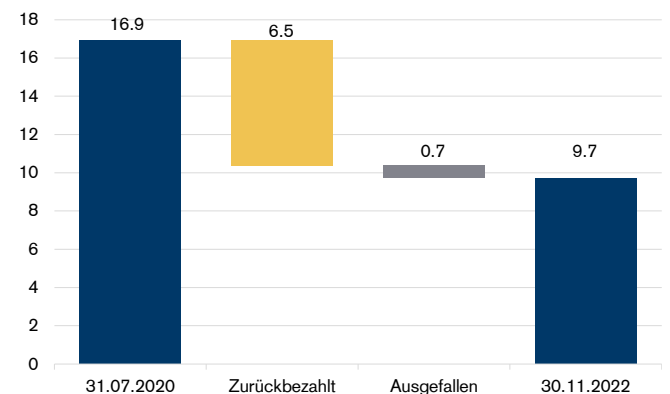
Kumulative Veränderung der sich im Umlauf befindlichen Banknoten seit Jahresende, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

Unternehmen zahlen weiterhin COVID-19-Kredite zurück

Ausstehende COVID-19-Kredite, in CHF Mrd.



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse

Wohneigentum

Trotz substantiell höheren Zinsen steigen die Preise von Wohneigentum nach wie vor kräftig. Im Vergleich zum Vorjahr nahmen die Preise im 3. Quartal 2022 bei Eigentumswohnungen nochmals um 6.6% und bei Einfamilienhäusern um 7.2% zu. Zwar liegt das Plus damit weiterhin deutlich über dem langjährigen Mittel, im Vergleich zum Vorquartal zeigt sich aber eine Abschwächung. Für die kommenden Quartale rechnen wir mit einer deutlich geringeren Preisdynamik. Da die hohe Knappheit die Preise stützt, erwarten wir jedoch vorerst keine Preisrückgänge. Bei weiter steigenden Zinsen oder einem etwaigen Abrutschen der Schweiz in eine länger andauernde Rezession sind auf mittlere Sicht indessen auch Preisrückgänge denkbar.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Mietwohnungen

Die Leerwohnungsziffer ist im bisherigen Verlauf des Jahres 2022 erneut kräftig gesunken. Der Rückgang um insgesamt 9869 Wohnungen betrifft sämtliche Segmente, alle Wohnungsgrößen und einen Grossteil der Regionen. Insgesamt standen damit zuletzt noch 2.13% der Mietwohnungen leer. Beim Wohneigentum lag die Leerwohnungsziffer bei tiefen 0.4%. Verantwortlich für den starken Rückgang waren einerseits die hohe Nachfrage im Zuge der Erholung von der COVID-19-Pandemie und der damit einhergehende Anstieg der Nettozuwanderung, andererseits die Bautätigkeit, die seit rund drei Jahren auch bei den Mietwohnungen rückläufig ist.

fabian.waltert@credit-suisse.com

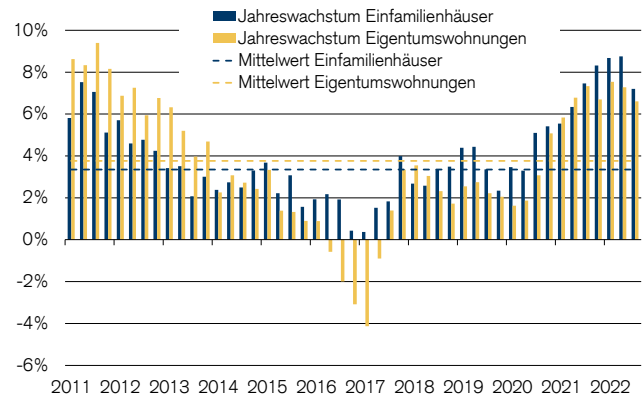
Büroflächen

In den letzten zwölf Monaten wurden Büroflächen mit einem Investitionsvolumen von CHF 1'717 Mio. bewilligt. Obschon dieser Wert im Vergleich zum vergangenen Jahr eine deutliche Erholung anzeigt, bleibt er damit doch um substantielle 11% unter dem langjährigen Mittel seit 1995. Ganz ähnlich lagen auch die Baugesuche um knapp 10% unter dem langjährigen Mittel. Die durch hybride Arbeitsmodelle bedingte Unsicherheit bezüglich des zukünftigen Flächenbedarfs scheint folglich noch nicht vollständig ausgeräumt. Zudem erschweren die stark schwankenden Preise und Lieferfristen die Planungssicherheit von Bauprojekten. Und schliesslich beeinträchtigen die höheren Finanzierungskosten die Renditen und somit auch die Attraktivität von Immobilieninvestitionen.

kerstin.hansen@credit-suisse.com

Preiswachstum hat seinen Höhepunkt überschritten

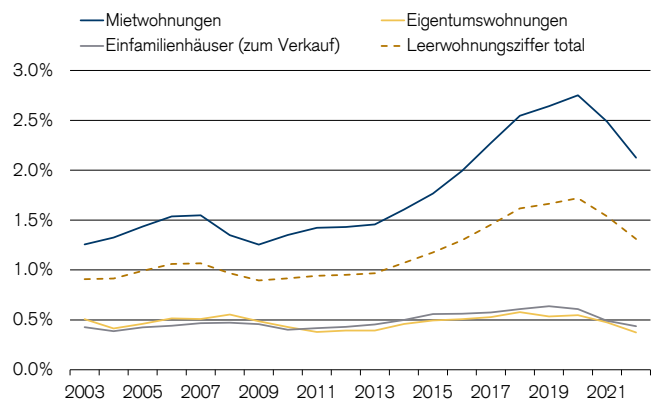
Preisentwicklung mittleres Segment; gestrichelte Linien: Durchschnitt 2000 – 2021



Quelle: Wüest Partner; letzter Datenpunkt: 3. Quartal 2022

Beschleunigter Rückgang der Leerwohnungen

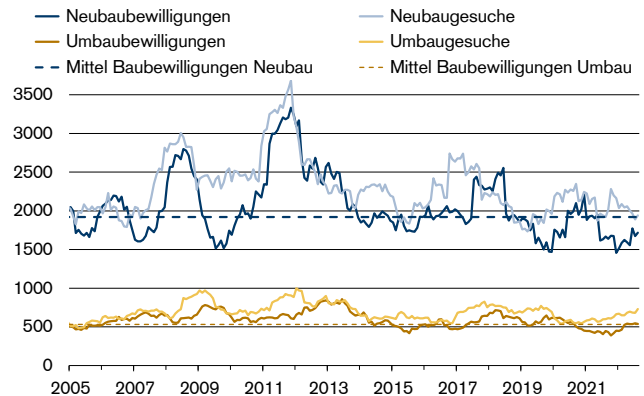
Leerwohnungsziffer nach Segment, in % des jeweiligen Wohnungsbestands



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 1. Juni 2022

Wenig dynamische Neubautätigkeit bei Büroflächen

Baubewilligungen und -gesuche, gleitende 12-Monats-Summe, in CHF Mio.



Quelle: Baublatt, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: August 2022

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.

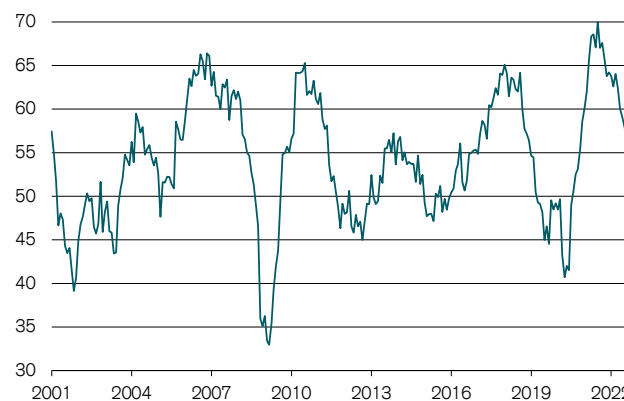
CS CFA Society Switzerland Indikator

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 Schweiz¹. 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.

¹ 2006 bis 2016 als Credit Suisse ZEW Indikator publiziert

Industriekonjunktur

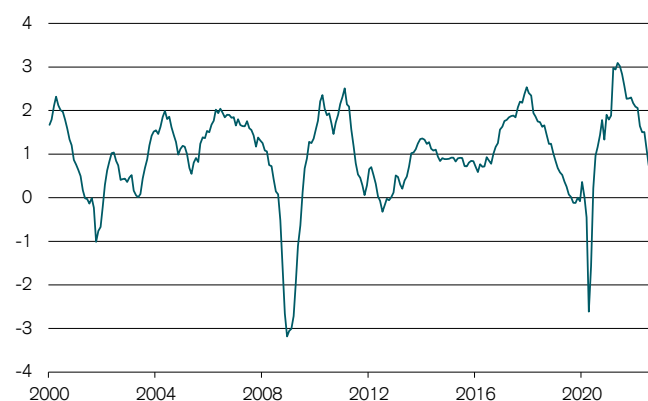
Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Exporte

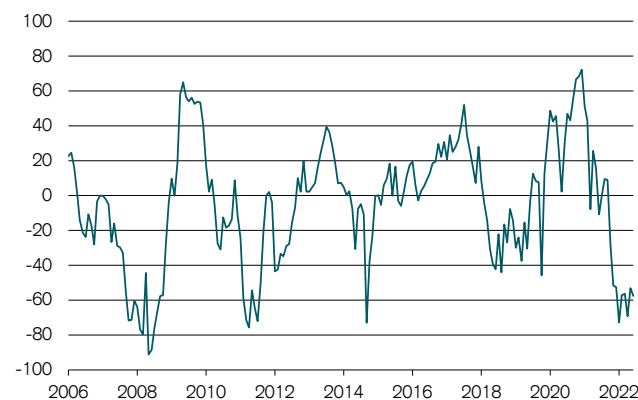
In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

Credit Suisse Vorlaufindikatoren

Bauindex Schweiz

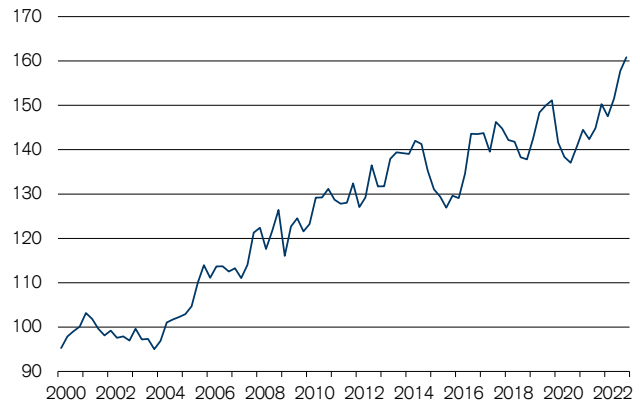
Der Bauindex Schweiz wird gemeinsam von der Credit Suisse und dem Schweizerischen Baumeisterverband (SBV) quartalsweise publiziert. Er dient als Frühindikator der Baukonjunktur in der Schweiz, indem er den Umsatz im Bauhauptgewerbe für das laufende Quartal prognostiziert. Der Indikator wird von der Credit 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.

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.

Baukonjunktur

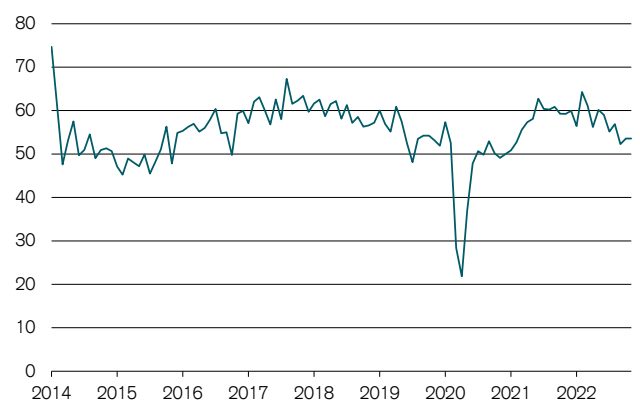
1. Quartal 1996 = 100



Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

Konjunktur Dienstleistungssektor

Service Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Prognosen und Indikatoren

Prognosen für die Schweizer Wirtschaft

	2022	2022	2022	2022P	2023P	2023P	2023P	2023P	2022P	2023P
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal		
BIP, YoY, in %	4.4	2.2	0.5	0.9	0.7	0.7	1.0	1.4	2.0	1.0
Privater Konsum	7.0	4.3	2.5	2.5	2.0	1.2	1.3	1.2	4.0	1.4
Staatskonsum	2.0	1.5	0.9	1.3	2.0	1.1	1.1	0.2	1.4	1.1
Bruttoanlageinvestitionen	1.4	0.2	0.6	0.4	2.0	0.9	-0.1	-0.2	0.6	0.6
Bauinvestitionen	-3.4	-2.7	-6.2	-1.8	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-3.5	-0.5
Ausrüstungsinvestitionen	3.7	1.7	4.1	1.5	3.0	1.5	0.0	0.0	2.7	1.1
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	12.0	8.6	6.2	-1.0	3.0	3.0	3.0	3.0	6.2	3.0
Importe (Güter und Dienstleistungen)	9.0	6.2	7.3	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5	6.3	2.5
Inflation, in %	2.1	3.0	3.4	3.0	2.7	1.6	1.0	0.9	2.9	1.5
Arbeitslosigkeit, in %	2.3	2.2	2.1	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2
Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten, YoY, in %	3.0	3.2	2.4	1.7	1.1	0.6	0.5	0.6	2.6	0.7
Nettozuwanderung									75'000	70'000
Nominallohnwachstum, YoY, in %									1.5	2.3

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

Prognosen für die Weltwirtschaft

Prognosen	Prognosen		Struktur			Bedeutung für die Schweiz		
	BIP ggü. Vorjahr, in %		Inflation		Bevölkerung in Mio.	BIP in USD Mrd.	Exportanteil in %	Importanteil in %
	2022	2023	2022	2023	2021	2021	2021	2021
Welt	2.7	1.6	7.6	5.1	7,764	97,076	100	100
USA	1.8	0.9	8.1	4.2	332	22,996	18.1	6.0
Eurozone	3.2	-0.2	8.6	6.0	343	14,559	51.5	66.8
Deutschland	1.7	-0.8	8.5	6.4	83	4,263	17.0	27.4
Frankreich	2.5	0.2	6.0	4.8	65	2,957	5.7	7.6
Italien	3.7	-0.2	8.2	6.0	59	2,101	6.0	9.4
Grossbritannien	4.3	-1.3	9.1	7.6	67	3,188	3.0	2.2
Japan	1.2	0.4	2.2	1.7	126	4,933	2.9	2.0
China	3.3	4.5	2.2	2.0	1,413	17,745	6.0	8.9

Quelle: Datastream, Internationaler Währungsfonds, Credit Suisse

Zinsen und geldpolitische Angaben

	Aktuell	3M	12M		12.2022	11.2022	12.2021
SNB-Leitzins, in %	0.50	0.75	1.00	Geldmenge M0 (CHF Mrd.)	626.1	700.4	729.8
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, in %	1.0	1.3	1.4	Geldmenge M1 (in %, ggü. Vorjahr)	0.0	1.6	5.4
				Geldmenge M2 (in %, ggü. Vorjahr)	-1.7	-0.6	2.6
				Geldmenge M3 (in %, ggü. Vorjahr)	-0.2	0.0	2.5
				Devisenreserven (in CHF Mrd.)	821.9	808.4	951.2

Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse



Herausgeber: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Sustainability

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



Autoren

Maxime Botteron
Sara Carnazzi Weber
Franziska Fischer
Emilie Gachet
Claude Maurer
Meret Mügeli
Thomas Rieder
Fabian Waltert



Mitwirkung

Maciej Zolotenki
Christine Mumenthaler



Redaktionsschluss

8. Dezember 2022



Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2022 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr
verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Wichtige Information

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. 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 Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können.

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

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

Private Equity

Private Equity (hiernach «PE») bezeichnet private Investitionen in das Eigenkapital nicht börsennotierter Unternehmen. Diese Anlagen sind komplex, meistens illiquide und langfristig. Investitionen in einen PE-Fonds sind in der Regel mit einem hohen finanziellen und/oder geschäftlichen Risiko verbunden. Anlagen in PE-Fonds sind nicht kapitalgeschützt oder garantiert. Die Investoren müssen ihre 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 Solutions & Sustainability

Im Mandats- und Beratungsgeschäft der Credit Suisse (CS) ist Investment Solutions & Sustainability 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 von Investment Solutions & Sustainability können sich von denen anderer CS-Departemente unterscheiden. Ansichten von Investment Solutions & Sustainability können sich jederzeit ohne Ankündigung oder Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

Gelegentlich bezieht sich Investment Solutions & Sustainability 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 CS 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 Alert – Credit Update Switzerland zu entnehmen. Diese Publikationen sind auf Wunsch oder im Online Banking erhältlich. Offenlegungen sind unter www.credit-suisse.com/disclosure zu finden.

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Investment Research.

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

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

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG:

Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktcommentare und in keiner Weise um eine Form von reguliertem Investment-Research, Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN:** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung.

KONFLIKTE: Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die CS, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern

oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagendienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko. **DATENSCHUTZ:** Ihre Personendaten werden gemäss der Datenschutzerklärung von Credit Suisse verarbeitet, die Sie von zu Hause aus über die offizielle Homepage von Credit Suisse - <https://www.credit-suisse.com> - abrufen können. Um Sie mit Marketingmaterial zu unseren Produkten und Leistungen zu versorgen, können Credit Suisse Group AG und ihre Tochtergesellschaften Ihre wichtigsten Personendaten (d. h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse) verarbeiten, bis Sie uns davon in Kenntnis setzen, dass Sie diese nicht mehr erhalten wollen. Sie können dieses Material jederzeit abbestellen, indem Sie Ihren Kundenberater benachrichtigen.

Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Bahrain:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse AG, Bahrain Branch, einer Niederlassung der Credit Suisse AG, Zürich/Schweiz, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) ordnungsgemäss als Investment Business Firm der Kategorie 2 zugelassen ist und beaufsichtigt wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich 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, befindet sich an folgender Adresse: Level 21, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Brasilien:** Dieser Bericht wird in Brasilien von Credit Suisse (Brasil) S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários oder ihren verbundenen Gesellschaften bereitgestellt. **Chile:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada verteilt, einer Zweigniederlassung der Credit Suisse AG (im Kanton Zürich als AG eingetragen), die von der chilenischen Finanzmarktkommission überwacht wird. Weder der Emittent noch die Wertpapiere wurden bei der chilenischen Finanzmarktkommission (Comisión para el Mercado Financiero) gemäss dem chilenischen Finanzmarktgesetz (Gesetz Nr. 18.045, Ley de Mercado de Valores) und den diesbezüglichen Bestimmungen registriert. Daher dürfen sie in Chile nicht öffentlich angeboten oder verkauft werden. Dieses Dokument stellt kein Angebot bzw. keine Aufforderung für die Zeichnung oder den Kauf der Wertpapiere in der Republik Chile dar, ausser für individuell identifizierte Käufer im Rahmen einer Privatplatzierung im Sinne von Artikel 4 des Ley de Mercado de Valores (Angebot, das sich weder an die allgemeine Öffentlichkeit noch an einen bestimmten Teil oder eine bestimmte Gruppe der Öffentlichkeit richtet). **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 (AMF). **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 geprüften Abschlüsse der Credit Suisse AG 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. **Israel:** Wenn dieses Dokument durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. in Israel verteilt wird: Dieses Dokument wird durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. verteilt. Die Credit Suisse AG und ihre in Israel angebotenen Dienstleistungen werden nicht von der Bankenaufsicht bei der Bank of Israel überwacht, sondern von der zuständigen Bankenaufsicht in der Schweiz. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. ist für den Vertrieb von Investmentprodukten in Israel zugelassen. Daher werden ihre Investmentmarketing-Aktivitäten von der Israel Securities Authority überwacht. **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 zugelassenen Gegenparteien (gemäss Definition der QFCRA) oder Firmenkunden (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 Anordnungen und Rundschreiben der CBL sowie die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen 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. Hiermit wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Anlagen an Finanzmärkten mit einem hohen Ausmass an Komplexität und dem Risiko von Wertverlusten verbunden sein können und möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet sind. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zum Zeitpunkt der Prüfung 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 ausdrücklich und unwiderruflich, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat und den Inhalt des Dokuments vollumfänglich versteht. **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 (Luxemburg) S.A. unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexiko:** Dieses Dokument gibt die Ansichten der Person wieder, die Dienstleistungen für C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») und/oder Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») erbringt. Daher behalten sich sowohl C. Suisse Asesoría als auch Banco CS das Recht vor, ihre Ansichten jederzeit zu ändern und übernehmen in dieser Hinsicht keinerlei Haftung. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Es stellt keine persönliche Empfehlung oder Anregung und auch keine Aufforderung zur irgendeiner Handlung dar. Es ersetzt nicht die vorherige Rücksprache mit Ihren Beratern im Hinblick auf C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS übernehmen keinerlei Haftung für Anlageentscheidungen, die auf der Basis von Informationen in diesem Dokument getroffen werden, da diese die Zusammenhänge der Anlagestrategie und die Ziele bestimmter Kunden nicht berücksichtigen. Prospekte, Broschüren und Anlagerichtlinien von Investmentfonds sowie Geschäftsberichte oder periodische Finanzinformationen dieser Fonds enthalten zusätzliche nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente können kostenlos direkt bei Emittenten und Betreibern von Investmentfonds, über die Internetseite der Aktienbörse, an der sie notiert sind oder über Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS bezogen werden. Die frühere Wertentwicklung und die verschiedenen Szenarien bestehender Märkte sind keine Garantie für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Falls die Informationen in diesem Dokument unvollständig, unrichtig oder unklar sind, wenden Sie sich bitte umgehend an Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS. Es ist möglich, dass Änderungen an diesem Dokument vorgenommen werden, für die weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS verantwortlich ist. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und ist kein Ersatz für die Aktivitätsberichte und/oder Kontoauszüge, die Sie von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS gemäss den von der mexikanischen Wertpapier- und Börsenaufsicht (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, CNBV) erlassenen allgemeinen Bestimmungen für Finanzinstitutionen und andere juristische Personen, die Anlagedienstleistungen erbringen, erhalten. Angesichts der Natur dieses Dokuments übernehmen weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS irgendeine Haftung aufgrund der in ihm enthaltenen Informationen. Obwohl die Informationen aus Quellen stammen, die von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS als zuverlässig angesehen wurden, gibt es keine Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Banco CS und/oder A. Suisse Asesoría übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Nutzung von Informationen in dem Ihnen überlassenen Dokument ergeben. Anleger sollten sich vergewissern, dass Informationen, die sie erhalten, auf ihre persönlichen Umstände, ihr Anlageprofil sowie ihre konkrete rechtliche, regulatorische oder steuerliche Situation abgestimmt ist oder eine unabhängige professionelle Beratung einholen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein Anlageberater gemäss dem mexikanischen Wertpapiermarktgesetz (Ley del Mercado de Valores, «LMV») und bei der CNBV unter der Registernummer 30070 eingetragen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein Teil der Grupo Financiero Credit Suisse

(México), S.A. de C.V. oder einer anderen Finanzgruppe in Mexiko. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein unabhängiger Anlageberater gemäss dem LMV und anderen geltenden Bestimmungen, da sie in direkter Beziehung zur Credit Suisse AG, einer ausländischen Finanzinstitution, und in indirekter Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. steht. **Portugal:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxemburg) S.A., Sucursal em Portugal («portugiesische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxemburg) 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 Aufsichtsbehörden Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörden, der Banco de Portugal (BdP) und der Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument wird 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>. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Regeln für das Angebot von Wertschriften und fortlaufenden Verpflichtungen darf dieses Dokument im Königreich Saudi-Arabien ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Regeln dazu berechtigt sind. Die saudi-arabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Käufer der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Bestimmungen für Anlagefonds darf dieses Dokument im Königreich ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Bestimmungen dazu berechtigt sind. Die saudi-arabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Zeichner der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. **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:** Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial. Es wird von

der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragenen Unternehmen zu Informationszwecken bereitgestellt. Es richtet sich ausschliesslich an den Empfänger für dessen persönlichen Gebrauch und darf gemäss den derzeit geltenden Gesetzen keineswegs als Wertpapierangebot, persönliche Anlageberatung oder allgemeine oder spezifische Empfehlung von Produkten oder Anlagestrategien mit dem Ziel angesehen werden, Sie zu irgendeiner Handlung aufzufordern. Der Kunde/die Kundin ist auf jeden Fall selbst für seine/ihre Entscheidungen über Anlagen oder Veräusserungen verantwortlich. Deshalb trägt der Kunde allein die gesamte Verantwortung für Gewinne oder Verluste aus Entscheidungen über Aktivitäten auf der Basis der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen. Die Angaben in diesem Dokument sind nicht die Ergebnisse von Finanzanalysen oder Finanzresearch und fallen deshalb nicht unter die aktuellen Bestimmungen für die Erstellung und Verteilung von Finanzresearch und entsprechen nicht den gesetzlichen Vorschriften für die Unabhängigkeit der Finanzanalyse. **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 Terasevler No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul, Türkei.

Wichtige Informationen zur regionalen Offenlegung

Gemäss dem Beschluss Nr. 20/2021 der CVM vom 25. Februar 2021 bestätigt/ bestätigen der/die Verfasser dieses Berichts hiermit, dass die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Ansichten ausschliesslich die persönlichen Meinungen des/der Verfasser/s darstellen und unabhängig erstellt wurden; dies gilt auch in Bezug auf die Credit Suisse. Ein Teil der Vergütung des Verfassers/ der Verfasser basiert auf verschiedenen Faktoren, einschliesslich dem Gesamtumsatz der Credit Suisse, aber kein Teil der Vergütung ist oder war mit bestimmten in diesem Bericht enthaltenen Empfehlungen oder Ansichten verbunden oder wird in Zukunft damit verbunden sein. Des Weiteren erklärt die Credit Suisse, dass: die Credit Suisse dem/den betreffenden Unternehmen oder dessen/deren verbundenen Unternehmen Dienstleistungen in den Bereichen Investment Banking, Maklertätigkeit, Vermögensverwaltung, Commercial Banking und andere Finanzdienstleistungen zur Verfügung gestellt hat und/oder möglicherweise künftig zur Verfügung stellen wird, für die die Credit Suisse die üblichen Gebühren und Provisionen erhalten hat oder erhalten kann und die in Bezug auf das/die betreffende/n Unternehmen oder die betreffenden Wertpapiere relevante finanzielle oder wirtschaftliche Interessen dargestellt haben oder darstellen können.

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).

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.

APAC - WICHTIGER HINWEIS

Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Anlageresearch. Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Dieses Material wurde von der Credit Suisse AG («Credit Suisse») nur zur allgemeinen Information erstellt. Dieses Material ist kein Ergebnis einer substantziellen Recherche oder Analyse und erhebt auch keinen Anspruch darauf, dies zu sein. Somit handelt es sich nicht um Anlageresearch oder eine Researchempfehlung im aufsichtsrechtlichen Sinn. Die finanziellen Ziele, Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Sie sind jedoch wichtige Überlegungen, die vor einer Anlageentscheidung in Betracht gezogen werden müssen. Die hierin enthaltenen Informationen sind nicht ausreichend, um eine Anlageentscheidung zu treffen, und stellen keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar. Die Credit Suisse macht keine Angaben zur Eignung der in diesem Material erwähnten Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger. Dieses Material ist keine Einladung oder Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendwelcher in diesem Material erwähnter Produkte oder Dienstleistungen oder zur Beteiligung an anderen Transaktionen. Rechtsverbindlich sind nur die Konditionen in der betreffenden Produktdokumentation oder spezifischen von der Credit Suisse erstellten Verträgen und Bestätigungen. Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Dieses Material wurde von der

Credit Suisse AG («Credit Suisse») nur zur allgemeinen Information erstellt. Dieses Material ist kein Ergebnis einer substanziellen Recherche oder Analyse und erhebt auch keinen Anspruch darauf, dies zu sein. Daher handelt es sich nicht um Anlageresearch im aufsichtsrechtlichen Sinn. Die finanziellen Ziele, Verhältnisse und Bedürfnisse einzelner Personen werden nicht berücksichtigt. Sie sind jedoch wichtige Überlegungen, die vor einer Anlageentscheidung in Betracht gezogen werden müssen. Die Credit Suisse macht keine Angaben zur Angemessenheit der in diesem Material erwähnten Produkte oder Dienstleistungen für einen bestimmten Anleger. Dieses Material ist keine Einladung oder Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendwelcher in diesem Material erwähnter Produkte oder Dienstleistungen oder zur Beteiligung an anderen Transaktionen. Rechtsverbindlich sind nur die Konditionen in der betreffenden Produktdokumentation oder spezifischen von der Credit Suisse erstellten Verträgen und Bestätigungen. Für alle: Im Zusammenhang mit den in diesem Material erwähnten Produkten stehen die Credit Suisse und/oder ihre verbundenen Unternehmen möglicherweise auf folgende Weise in einer Beziehung zu den gegenständlichen Organisationen

- (i) als Beteiligte bei der Arrangierung oder Bereitstellung einer Finanzierung für die gegenständlichen Organisationen zu einem früheren Zeitpunkt,
- (ii) als Gegenpartei in einer späteren Transaktion in Verbindung mit den gegenständlichen Organisationen oder
- (iii) als Zahler oder Empfänger einer einmaligen oder wiederkehrenden Vergütung an die oder von den in diesem Material erwähnten Organisationen. Solche Zahlungen können auch an Dritte geleistet oder von Dritten entgegengenommen worden sein.

Die Credit Suisse und/oder ihre verbundenen Unternehmen (einschliesslich ihrer jeweiligen Handlungsbevollmächtigten, Geschäftsleitungsmitglieder und Mitarbeitenden) sind oder waren möglicherweise an anderen Transaktionen mit den in diesem Material erwähnten gegenständlichen Organisationen oder anderen in diesem Material erwähnten Parteien beteiligt, die in diesem Material nicht offengelegt wurden. Die Credit Suisse behält sich für sich selbst und für ihre verbundenen Unternehmen das Recht vor, für die gegenständlichen Organisationen der in diesem Material erwähnten Produkte oder andere Parteien im Zusammenhang mit in diesem Material erwähnten Produkten Dienstleistungen zu erbringen und mit ihnen Handelsgeschäfte abzuschliessen. Die Credit Suisse oder ihre verbundenen Unternehmen halten unter Umständen auch Handelspositionen im Aktienkapital der in diesem Material erwähnten gegenständlichen Organisationen.

Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse hat möglicherweise auf der Basis von Informationen und Analysen in diesem Material gehandelt, bevor diese dem Empfänger zur Verfügung gestellt wurden. Soweit gesetzlich zulässig, kann ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse an anderen Finanzierungsgeschäften mit den Emittenten der hierin erwähnten Wertpapiere teilnehmen bzw. in diese investieren, Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder

bei diesen Emittenten für Geschäfte werben und/oder eine Position in diesen Wertpapieren halten oder Transaktionen mit diesen Wertpapieren oder deren Optionen durchführen. Soweit gesetzlich zulässig, übernehmen die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeitenden und Berater keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Material oder für direkte, indirekte, beiläufige, spezifische Verluste oder Schäden bzw. Folgeverluste oder -schäden, die dem Empfänger dieses Materials oder einer anderen Person durch die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen oder durch das Vertrauen auf diese Informationen entstehen. Die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen (bzw. ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeitenden oder Berater) geben keinerlei Garantie oder Zusicherung im Hinblick auf die Richtigkeit, Verlässlichkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen in diesem Material ab. Bei den Informationen in diesem Material handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Dienstleistungen. Einschätzungen und Meinungen in diesem Material können sich von Einschätzungen und Meinungen von Researchanalysten, anderen Divisionen oder Eigenpositionen der Credit Suisse unterscheiden oder diesen widersprechen. Die Credit Suisse unterliegt keiner Verpflichtung, Informationen zu aktualisieren, zusätzliche Informationen bereitzustellen oder andere Personen zu informieren, wenn sie Kenntnis von einer Unrichtigkeit, Unvollständigkeit oder Änderung der in diesem Material enthaltenen Informationen erhält. Sofern dieses Material Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher eine Reihe von Risiken und Ungewissheiten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden:

Ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse hat möglicherweise auf der Basis von Informationen und Analysen in diesem Material gehandelt, bevor diese dem Empfänger zur Verfügung gestellt wurden. Soweit gesetzlich zulässig, kann ein verbundenes Unternehmen der Credit Suisse an anderen Finanzierungsgeschäften mit den Emittenten der hierin erwähnten Wertpapiere teilnehmen bzw. in diese investieren, Dienstleistungen für diese Emittenten erbringen oder bei diesen Emittenten für Geschäfte werben und/oder eine Position in diesen Wertpapieren halten oder Transaktionen mit diesen Wertpapieren oder deren Optionen durchführen. Soweit gesetzlich zulässig, übernehmen die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen sowie ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Mitarbeitenden und Berater keinerlei Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Material oder für direkte, indirekte, beiläufige, spezifische Verluste oder Schäden bzw. Folgeverluste oder -schäden, die dem Empfänger dieses Materials oder einer anderen Person durch die Verwendung der in diesem Material enthaltenen Informationen oder durch das Vertrauen auf diese Informationen entstehen. Die Credit Suisse und ihre verbundenen Unternehmen (bzw. ihre jeweiligen Geschäftsleitungsmitglieder, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeitenden oder Berater) geben keinerlei Garantie oder Zusicherung im Hinblick auf die Richtigkeit, Verlässlichkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen in die-

sem Material ab. Bei den Informationen in diesem Material handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Dienstleistungen. Einschätzungen und Meinungen in diesem Material können sich von Einschätzungen und Meinungen von Researchanalysten, anderen Divisionen oder Eigenpositionen der Credit Suisse unterscheiden oder diesen widersprechen. Die Credit Suisse unterliegt keiner Verpflichtung, Informationen zu aktualisieren, zusätzliche Informationen bereitzustellen oder andere Personen zu informieren, wenn sie Kenntnis von einer Unrichtigkeit, Unvollständigkeit oder Änderung der in diesem Material enthaltenen Informationen erhält. Sofern dieses Material Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher eine Reihe von Risiken und Ungewissheiten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Für alle: Dieses Dokument ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder die in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nutzung geltende Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem die Credit Suisse und/oder ihre Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten. Die Unterlagen wurden dem Empfänger zur Verfügung gestellt und dürfen nicht ohne die ausdrückliche vorherige schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weitergegeben werden. Für weitere Informationen steht Ihnen Ihr Relationship Manager gerne zur Verfügung.

ZUSÄTZLICHER WICHTIGER HINWEIS FÜR DEN ANHANG

Die Berichte im Anhang («Berichte») wurden von Mitgliedern der Abteilung Research der Credit Suisse verfasst. Die darin enthaltenen Informationen und Meinungen entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. In den Berichten geäußerte Meinungen zu einem bestimmten Wertpapier können sich aufgrund von unterschiedlichen Beurteilungskriterien von Einschätzungen und Meinungen der Abteilung Research der Division Investment Banking der Credit Suisse unterscheiden. Diese Berichte wurden zuvor von Credit Suisse Research im Internet publiziert.

Die Credit Suisse steht in Geschäftsbeziehungen zu den in ihren Researchberichten behandelten Unternehmen bzw. strebt solche Geschäftsbeziehungen an. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass bei der Credit Suisse möglicherweise ein Interessenkonflikt besteht, der die Objektivität dieser Berichte beeinträchtigen könnte.

Für alle, mit Ausnahme von Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Die Credit Suisse hat unter Umständen keine Massnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass die in diesen Berichten erwähnten Wertpapiere für einen bestimmten Anleger geeignet sind. Die Credit Suisse behandelt Empfänger der Berichte nicht als Kunden, weil sie die Berichte erhalten haben. Für Konten, die von Relationship Managern und/oder Anlageberatern der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verwaltet werden: Die Credit Suisse hat unter Umständen keine Massnahmen ergriffen, um sicherzustellen, dass die in diesen Berichten erwähnten Wertpapiere für einen bestimmten Anleger

angemessen sind. Die Credit Suisse behandelt Empfänger der Berichte nicht als Kunden, weil sie die Berichte erhalten haben. Für alle: Eine Erörterung der Risiken einer Anlage in den Wertpapieren, die in den Berichten erwähnt werden, finden Sie unter dem folgenden Internetlink:

<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

Informationen und Hinweise zu den in diesem Bericht erwähnten Unternehmen, für die Credit Suisse Investment Banking eine Bonitätsbeurteilung (Rating) durchgeführt hat, finden Sie auf der Disclosure-Website der Division Investment Banking:

<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Weitere Informationen und Hinweise zu anderen Emittenten finden Sie auf der Disclosure-Website von Credit Suisse Global Research:

<https://www.credit-suisse.com/disclosure>

AUSTRALIEN: Dieses Material wird in Australien von der Credit Suisse AG, Sydney Branch, ausschliesslich zu Informationszwecken und nur an Personen verteilt, die gemäss der Definition in Abschnitt 761G(7) des australischen Corporations Act als «Wholesale-Kunden» gelten. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, gibt keine Garantie und keine Zusicherungen im Hinblick auf die Wertentwicklung der hierin erwähnten Finanzprodukte ab. In Australien sind andere Unternehmenseinheiten der Credit Suisse Group ausser der Credit Suisse AG, Sydney Branch, nicht als Einlageninstitute im Sinne des Banking Act 1959 (Cth.) zugelassen. Ihre Verpflichtungen stellen keine Einlagen oder andere Verbindlichkeiten der Credit Suisse AG, Sydney Branch, dar. Die Credit Suisse AG, Sydney Branch, übernimmt keine Garantie und gibt auch keine anderweitigen Zusicherungen im Hinblick auf die Verpflichtungen solcher Einheiten der Credit Suisse oder der Fonds ab. HONG KONG: Dieses Material wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hongkong Branch, verteilt. Die Credit Suisse AG, Hongkong Branch, ist als «Authorized Institution» der Aufsicht der Hongkong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut unter der Aufsicht der Securities and Futures Commission. Das Material wurde nach Massgabe von Abschnitt 16 des «Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission» erstellt. Die Inhalte dieses Materials wurden nicht von einer Aufsichtsbehörde in Hongkong überprüft. Wir raten Ihnen, im Hinblick auf jegliches Angebot Vorsicht walten zu lassen. Wenn Sie Zweifel an Inhalten dieses Materials haben, sollten Sie unabhängige professionelle Beratung einholen. Niemand in Hongkong oder anderswo darf Werbematerialien, Einladungen oder Materialien in Bezug auf dieses Produkt ausgegeben oder zum Zwecke der Verteilung in seinem Besitz gehabt haben oder ausgeben oder zum Zwecke der Verteilung in seinem Besitz haben, sofern sich diese Materialien an die Öffentlichkeit in Hongkong richten oder deren Inhalte wahrscheinlich in Hongkong öffentlich zugänglich werden oder von der öffentlichen Bevölkerung in Hongkong gelesen werden (es sei denn, dies ist gemäss den Wertpapiergesetzen von Hongkong zulässig), ausser wenn sich dieses Produkt ausschliesslich an Personen ausserhalb von Hongkong richtet oder nur an «professionelle Investoren» gemäss der Definition in der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571) für Hongkong und den auf ihrer Basis erlassenen gesetzlichen Vorschriften. SINGAPUR: Dieses Material wird in Singapur von der Credit

Suisse AG, Singapore Branch, verteilt, die von der Monetary Authority of Singapore gemäss dem Banking Act (Cap. 19) zur Durchführung von Bankgeschäften zugelassen wurde. Dieser Bericht wurde in Singapur ausschliesslich zur Verteilung an institutionelle Anleger, akkreditierte Investoren und sachkundige Investoren (gemäss der Definition in den Financial Advisers Regulations («FAR»)) erstellt und ausgegeben. Die Credit Suisse AG, Singapore Branch, kann Berichte ausgeben, die von ihren ausländischen Einheiten oder verbundenen Unternehmen im Rahmen einer Vereinbarung gemäss Regulation 32C der FAR erstellt wurden. Empfänger in Singapur sollten sich bei Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Bericht ergeben, unter der Telefonnummer +65-6212-2000 an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, wenden. Aufgrund Ihres Status als institutioneller Anleger, akkreditierter Investor oder sachkundiger Investor ist die Credit Suisse AG, Singapore Branch, im Hinblick auf Finanzberatungsleistungen, die sie gegebenenfalls für Sie erbringt, von bestimmten Anforderungen des singapurischen Financial Advisers Act, Kap. 110 (der «FAA»), der FAR und der hierzu erlassenen Bekanntmachungen und Richtlinien befreit. Dazu zählen Ausnahmen von folgenden Vorschriften:

- (i) Abschnitt 25 der FAA (gemäss Regulation 33(1) der FAR),
- (ii) Abschnitt 27 der FAA (gemäss Regulation 34(1) der FAR) und
- (iii) Abschnitt 36 der FAA (gemäss Regulation 35(1) der FAR).

Empfänger in Singapur sollten sich bei Angelegenheiten, die sich aus oder im Zusammenhang mit diesem Material ergeben, an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, wenden.

Im Fall von Fragen oder Einwänden zu Marketingmaterial, das sie von uns erhalten haben, wenden Sie sich bitte an unseren Datenschutzbeauftragten unter dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, HK Branch) oder PDPO.SGD@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, SG Branch) oder csau.privacyofficer@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, Sydney Branch).

(für Credit Suisse AG, HK Branch) oder PDPO.SGD@credit-suisse.com

(für Credit Suisse AG, SG Branch) oder csau.privacyofficer@credit-suisse.com (für Credit Suisse AG, Sydney Branch).

Der gesamte Inhalt dieses Dokuments unterliegt dem gesetzlichen Urheberrechtsschutz (alle Rechte vorbehalten). Dieses Dokument darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der Credit Suisse weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt, weitergeleitet (auf elektronische oder andere Weise), abgeändert oder für öffentliche oder kommerzielle Zwecke verwendet werden.

© 2022, Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten. Die Credit Suisse AG (Unique Entity Number in Singapur: S73FC2261L) ist eine in der Schweiz gegründete Aktiengesellschaft.

22C014A_IS