

Einschätzungen zur Devisenkursentwicklung

April 2017

Wechselkurse

Die Sicht der Kunden, des Marktes und der Credit Suisse



Firmenkunden-Befragung

**KMU budgetieren
vorsichtig**

Seite 5

Europäisches Risikobarometer

**Wichtige Weichen-
stellungen in Europa
prägen 2017**

Seite 9

Geldpolitik | Deep Dive

**Die SNB kämpft ge-
gen eine strukturelle
Frankenstärke**

Seite 14

Impressum

Herausgeber: Investment Solutions & Products

Burkhard Varnholt
Vice Chairman IS&P
Tel. +41 44 333 67 63
burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Dr. Oliver Adler
Chefökonom, CIO Office Schweiz
Tel. +41 44 333 09 61
oliver.adler@credit-suisse.com

Druck

Internal Copy Shop (ICS), Zürich

Redaktionsschluss

29. März 2017

Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr
verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.



Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Durch den starken Franken waren viele exportorientierte Schweizer Unternehmen in den letzten Jahren stark gefordert. Dank schweizerischen Eigenschaften wie Innovation, Qualität und Anpassungsfähigkeit gelang es vielen Kunden, diese Krise nicht nur zu bewältigen, sondern zugleich auch gestärkt aus ihr hervorzugehen.

In diesem Jahr stehen in Europa diverse Wahlen im Fokus, und die weltpolitischen Ereignisse der vergangenen Monate haben teilweise eher unerwartete Entwicklungen aufgezeigt. Jedoch lassen sich die möglichen Auswirkungen von politischen Risiken nur schwer voraussagen. Der Schweizer Franken dürfte jedoch in Zeiten der Unsicherheit seine Stärke noch eine Weile beibehalten.

Die Credit Suisse ist in jeder Region der Schweiz mit einem Team von Devisenspezialisten vertreten. Diese Nähe erlaubt es uns, einen intensiven Dialog rund um das Thema der Wechselkursrisiken von Unternehmen zu führen. In den zahlreichen Gesprächen mit unseren Kunden ist die wachsende Unsicherheit in Bezug auf die Kursentwicklung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro, dem Dollar und auch dem Pfund immer wieder ein zentraler Punkt. Dies hat uns veranlasst, eine Umfrage zu den persönlichen Einschätzungen über die Wechselkurse bei Schweizer Firmen durchzuführen. Die Resultate der über 500 eingegangenen Rückmeldungen finden Sie in dieser Broschüre.

Wir hoffen, dass wir Ihnen damit einige interessante Aspekte und Einsichten für Ihre Planung im Fremdwährungsbereich geben können.

Es ist unser Anspruch, ein kompetenter und zuverlässiger Ansprechpartner für all Ihre Belange im Devisengeschäft zu sein. Wir setzen alles daran, für jedes Ihrer Anliegen die optimale Lösung zu finden.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Andreas Gerber
Leiter KMU-Geschäft Schweiz

Leif Woodtly
FX Sales Corporate & Institutional Clients

Besuchen Sie uns im Internet unter www.credit-suisse.com/devisen.

Inhalt

KMU-Umfrage	5
Die rund 500 befragten kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) erwarten für 2017 einen EUR/CHF-Wechselkurs von 1.08. Die Budgetkurse sind eher konservativ, insbesondere bei den Importeuren.	
Credit Suisse Wechselkursprognosen	7
Auf zwölf Monate sehen wir den EUR/CHF sowie den USD/CHF bei 1.09. Das GBP dürfte gegenüber dem CHF zulegen.	
Globales Umfeld	8
Die Verbesserung der globalen Konjunktur setzt sich fort, und wir gehen für 2017 von einem höheren Wachstum als im Vorjahr aus. Die Inflation dürfte im ersten Quartal 2017 zwar etwas überschüssig, danach aber nur wenig sinken.	
Europäisches Risikobarometer	9
2017 stehen wichtige Entscheidungen in Europa an, die zu erhöhten politischen Risiken in der EU führen werden. Das «europäische Risikobarometer» der Credit Suisse misst dabei, inwiefern diese Risiken von den Märkten bereits «eingepreist» sind.	
Länderrisiken im Überblick	11
Konjunktur Schweiz	13
Die Schweizer Wirtschaft dürfte 2017 um 1.5% wachsen und damit etwas stärker als 2016 (1.3%) sowie deutlich stärker als unmittelbar nach der Frankenaufwertung 2015 (0.8%). Die SNB könnte erneut einen stärkeren Franken tolerieren.	
Geldpolitik I Deep Dive	14
Für den Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz sind einige sehr produktive Branchen verantwortlich. Aufgrund der geringen Wechselkurssensitivität dieser Branchen gestalten sich angemessene wirtschaftspolitische Ausgleichsmassnahmen schwierig.	

Firmenkunden-Umfrage

KMU budgetieren vorsichtig

Die rund 500 befragten kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) erwarten für 2017 einen EUR/CHF-Wechselkurs von 1.08. Die Budgetkurse sind eher konservativ, insbesondere bei den Importeuren.

Über 500 Firmenkunden und ihre Einschätzung zu den Wechselkursen

Um die Jahreswende 2016/17 befragte die Credit Suisse insgesamt über 500 Firmenkunden zu ihren Erwartungen bezüglich der Entwicklung der Wechselkurse für das Jahr 2017. Von den Umfrageteilnehmern haben etwas mehr als 40% einen Exportfokus, während ein Drittel in erster Linie im Import tätig ist. Ein Viertel der teilnehmenden Unternehmen ist sowohl im Import- als auch im Exportgeschäft tätig. Dies widerspiegelt ziemlich genau die Verhältnisse des gesamten Schweizer Aussenhandels: Exporte machten 2016 rund 55% (CHF 210 Mrd.) des Schweizer Aussenhandelsvolumens (CHF 384 Mrd.) aus.

Wechselkurserwartungen der Unternehmen unterscheiden sich teils stark

Die Erwartungen und Meinungen der Unternehmer bezüglich der künftigen Wechselkurse gehen stark auseinander (vgl. Abb. unten links). Dies ist – zumindest im Falle des Euro – wenig erstaunlich, stehen doch in den nächsten Wochen und Monaten wichtige politische Wahlen und Entscheidungen in Europa an, die nach dem Brexit den Zusammenhalt Europas erneut auf die Probe stellen und potenziell die Währungsentwicklung mitprägen könnten (vgl. Kapitel «Europäisches Risikobarometer», S. 9). Trotz unterschiedlicher Wechselkurserwartungen sind sich die Unternehmer in einem jedoch einig: Ein Kurs von 1.20 im EUR/CHF – also der Wert der von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) Anfang 2015 aufgegebenen EUR/CHF-Wechselkursuntergrenze – dürfte so bald nicht wieder erreicht werden. Im Durchschnitt gehen die Umfrageteilnehmer für 2017 von einem EUR/CHF-Wechselkurs von knapp 1.08 aus. Den Wert eines US-Dollars schätzen sie 2017 auf CHF 1.02 ein, denjenigen eines britischen Pfunds auf CHF 1.25.

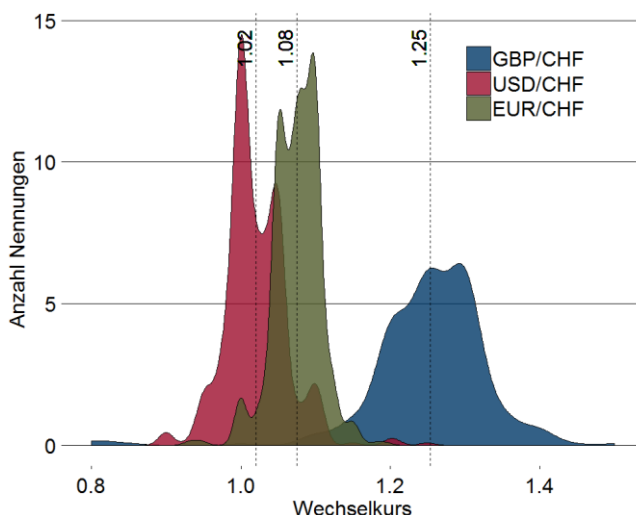
Unternehmen mit vorsichtigem EUR/CHF-Budgetkurs

Eine Frankenaufwertung ist insbesondere für Exporteure ein Risiko, da ihre Produkte für ausländische Abnehmer teurer werden. Derweil gilt das Gegenteil für Importeure, deren Inputgüter sich im Zuge einer Frankenabwertung verteuern. Entsprechend vorsichtig budgetieren Importeure mit einem tendenziell höheren EUR/CHF-Kurs (1.10) als Exporteure (1.07). Ein weiteres Indiz für eine konservative Planung ist die Differenz zwischen dem Budgetkurs und der EUR/CHF-Prognose der Unternehmer: Insbesondere bei den Importeuren weicht ihr durchschnittlicher Budgetkurs signifikant von ihrer Wechselkursprognose (1.07) ab (vgl. Abb. unten rechts).

sascha.jucker@credit-suisse.com

Breite Streuung der Wechselkurserwartungen

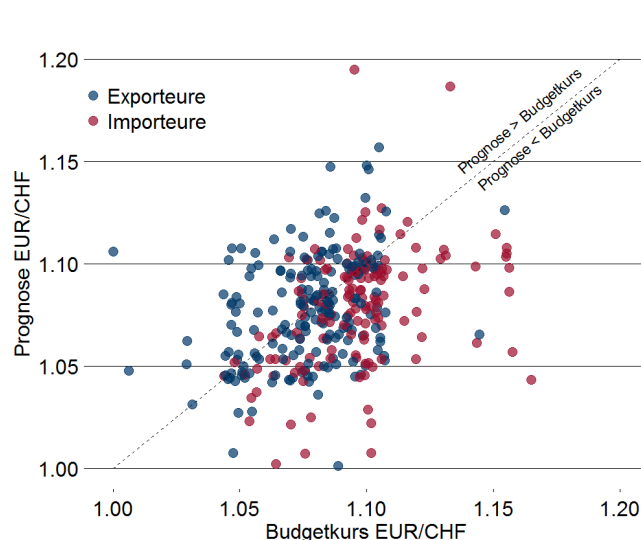
Wechselkursprognosen 2017 der befragten KMU; gestrichelte Linie = Durchschnitt über alle Prognosen



Quelle: Credit Suisse KMU-Umfrage

Vorsichtige EUR/CHF-Budgetierung

EUR/CHF-Prognose und -Budgetkurs 2017 von Importeuren und Exporteuren



Quelle: Credit Suisse KMU-Umfrage

Detailresultate der KMU-Umfrage

Marktprognosen für 2017

Mit ihren Einschätzungen zu den Wechselkursen stehen die Unternehmen nicht allein da: Gemäss Bloomberg Consensus, dem Durchschnitt der Prognosen von rund 80 Banken auf der ganzen Welt, werden die Wechselkurse 2017 bei 1.07 (EUR/CHF), 1.03 (USD/CHF) und 1.25 (GBP/CHF) zu liegen kommen. Die Prognosen weichen jeweils nur etwa ein halbes Prozent voneinander ab. Die Einschätzungen der Unternehmer und des Marktes decken sich somit grösstenteils.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Absicherung gegen Währungsrisiken

Schweizer KMU mit starkem Export- und/oder Importfokus und einem grossen Kostenanteil in Schweizer Franken (Personal, Immobilien usw.) sahen sich in den letzten Jahren mit starken Währungsschwankungen konfrontiert. Diese Unternehmen erlitten dadurch teils massive Margenverluste. Aufgrund der derzeit herrschenden politischen Unsicherheiten in Europa ist es umso erstaunlicher, dass weit über ein Drittel der befragten Unternehmen ihre Währungsrisiken nicht absichern. Nur einer von neun Exporteuren schützt sich komplett durch Hedging. Bei den Importeuren ist es etwas mehr als jeder Sechste.

sascha.jucker@credit-suisse.com

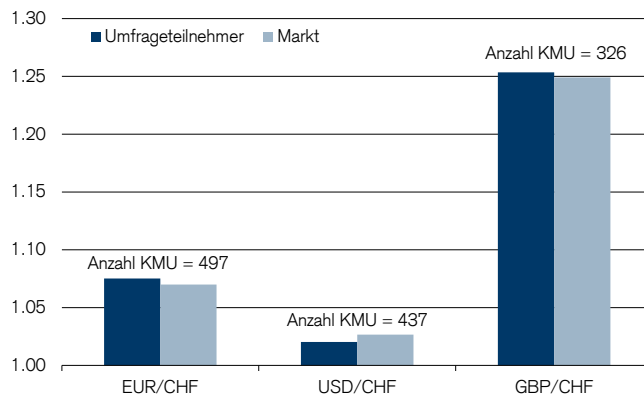
Exportindustrie

Unternehmen, die ihre Währungsrisiken absichern, haben den Vorteil, mit den von ihnen erwarteten Wechselkursen auch effektiv budgetieren zu können. So liegt beispielsweise innerhalb der exportierenden Industrie der durchschnittliche EUR/CHF-Budgetkurs der befragten Unternehmen mit einer Absicherungsstrategie sogar leicht über der entsprechenden Wechselkursprognose (-0.8%). Unternehmen ohne solche Absicherungsmaßnahmen kalkulieren das Risiko in den Budgetkurs, der im Falle der Exportindustrie rund 2.5% unter dem von den Unternehmen erwarteten Wechselkurs liegt.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Firmenkunden und Markt in Übereinstimmung

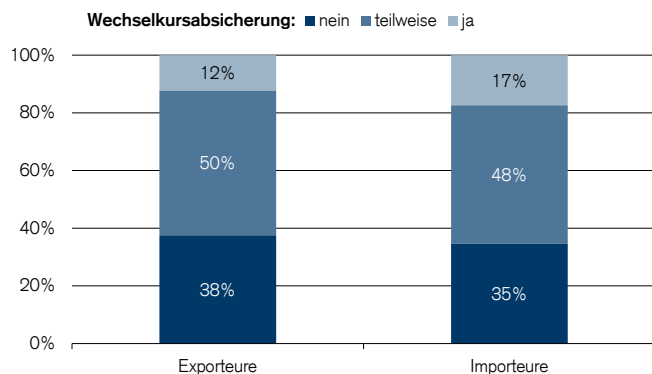
Wechselkursprognosen des Marktes und der befragten KMU für 2017



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse KMU-Umfrage

Währungsrisiken trägt meist das Unternehmen selbst

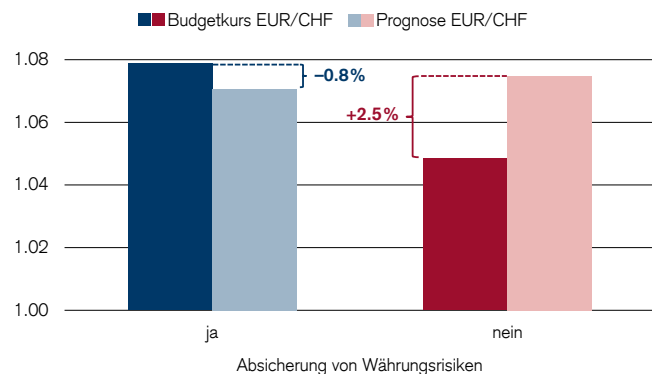
Anteil der befragten KMU, die Währungsrisiken absichern; in Prozent



Quelle: Credit Suisse KMU-Umfrage

Unternehmen ohne Hedging budgetieren konservativer

EUR/CHF-Prognose und -Budgetkurs 2017 der Exportindustrie



Quelle: Credit Suisse KMU-Umfrage

Credit Suisse Wechselkursprognosen

EUR dürfte zum CHF aufwerten

Auf zwölf Monate sehen wir den EUR/CHF bei 1.09. Damit liegt die Prognose der Credit Suisse nur marginal über jener der KMU und jener des Marktes. Unterstützung sollte der EUR von seiner Unterbewertung erhalten. Zudem dürften längerfristig höhere Zinsen ausserhalb der Schweiz eine geringere Safe-Haven-Nachfrage zur Folge haben. Die mangelnden Kapitalabflüsse aus der Schweiz begrenzen aber das Aufwärtspotenzial des Euro. Weil die politischen Risiken in Europa weiterhin latent sind und die SNB eine moderate Frankenstärke tolerieren dürfte, sehen wir eine Absicherung gegen Abwärtsrisiken beim Euro weiterhin als ratsam an.

tim.sprissler@credit-suisse.com

USD sollte weiter erstarcken

Den USD/CHF-Kurs erwarten wir auf zwölf Monate bei 1.09. Unser Ausblick für den US-Dollar gegenüber dem Schweizer Franken ist deutlich positiver als derjenige der KMU und derjenige des Marktes. Starke US-Makrodaten und die anhaltende Straffung der US-Geldpolitik unterstützen unserer Meinung nach den US-Dollar. In der gegenwärtigen Phase des Zyklus, in der die Zinsdifferenzen gegenüber dem Schweizer Franken eine kritische Höhe erreicht haben, wirken weitere Zinserhöhungen des US Federal Reserve üblicherweise günstig für den US-Dollar, zumal von der Bewertungsseite keine Begrenzung einer etwaigen weiteren Dollarstärke ausgeht.

tim.sprissler@credit-suisse.com

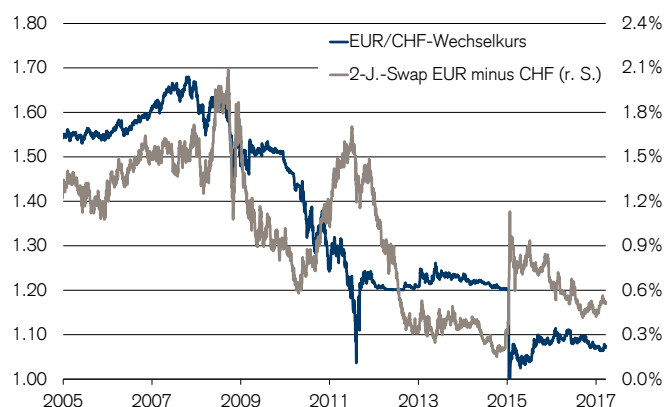
GBP dürfte gegen CHF zulegen

Wir nehmen gegenüber dem Pfund wegen der sehr günstigen Bewertung eine positive Haltung ein. Unseres Erachtens ist ein «harter» Brexit eingepreist, und das Risiko für eine weitere Schwäche ist begrenzt, sofern die britischen Daten nicht deutlich negativ ausfallen oder die Bank of England zu einer expansiven Haltung übergeht. Sollten die Brexit-Perspektiven positiver beurteilt werden, sehen wir Potenzial für eine Erholung, vor allem gegenüber dem Schweizer Franken, da das Pfund relativ zum Franken am stärksten unterbewertet ist. Auf zwölf Monate hinaus erwarten wir einen GBP/CHF-Kurs von 1.42.

tim.sprissler@credit-suisse.com

Zinsvorteil des EUR nach wie vor gering

EUR/CHF und 2-Jahres-Swap (rechte Achse)



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 20.3.2017

Zinsvorteil weitet sich zugunsten des USD aus

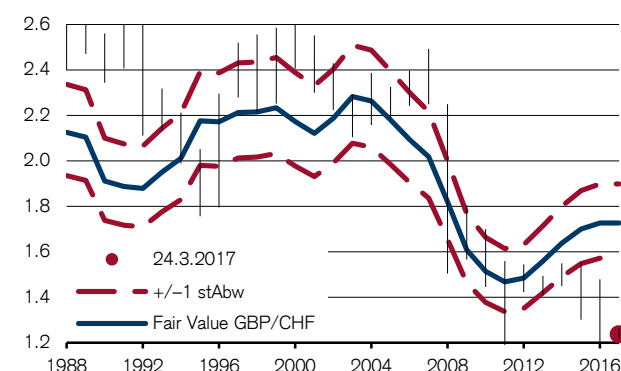
USD/CHF und zweijähriger Zinsdifferenz-Swap



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 24.3.2017

GBP ist gegen den CHF besonders unterbewertet

Fair Value GBP/CHF



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 24.3.2017

Globales Umfeld

Sich ausweitende globale Wachstumsbeschleunigung

Die Verbesserung der globalen Konjunktur setzt sich fort, und wir gehen für 2017 von einem höheren Wachstum als im Vorjahr aus. Die Inflation dürfte im ersten Quartal 2017 zwar etwas überschossen, danach aber nur wenig sinken.

Gute Verfassung der US-Wirtschaft schafft Basis für weitere Fed-Zinsschritte

Obwohl seit der Amtseinführung der neuen US-Regierung kaum konkrete Details zur fiskalpolitischen Agenda bekannt gegeben wurden, sind die Konjunkturdaten seit Jahresbeginn weiterhin robust ausgefallen. Insbesondere die Stimmungsindikatoren für Firmen und Konsumenten verharren auf sehr hohen Niveaus. Gleichzeitig ist die Inflationsrate langsam gestiegen. Dementsprechend hat die US-Notenbank (Fed) bereits im März die Leitzinsen angehoben und signalisiert, dass in diesem Jahr noch weitere Zinserhöhungen folgen dürften. Wir gehen davon aus, dass 2017 noch zwei weitere Zinsschritte nach oben erfolgen werden.

Nachhaltigere Erholung der Eurozone in Sicht; EZB könnte weniger expansiven Kurs signalisieren

In der Eurozone präsentiert sich die Konjunktur ungeachtet aller politischen Risiken ebenfalls robust. Mit Ausnahme des Schwergewichts Italien sowie Griechenlands scheint die Erholung zunehmend selbsttragend. Für die kommenden Monate gehen wir von einem anhaltend soliden Wachstum aus, das einen weiteren Abbau der Arbeitslosigkeit ermöglichen und damit den Privatkonsum weiter stützen dürfte. Positive Faktoren wie tiefe Zinsen, die graduelle Ausweitung der Kreditvergabe, relativ stabile Rohstoffpreise und ein recht schwacher Euro bilden hierfür den Rahmen. Die Frage, ab wann und wie schnell die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Anleihekäufe zurückfahren wird, dürfte in einem solchen Umfeld zunehmend in den Mittelpunkt der Diskussionen unter den Marktteilnehmern rücken.

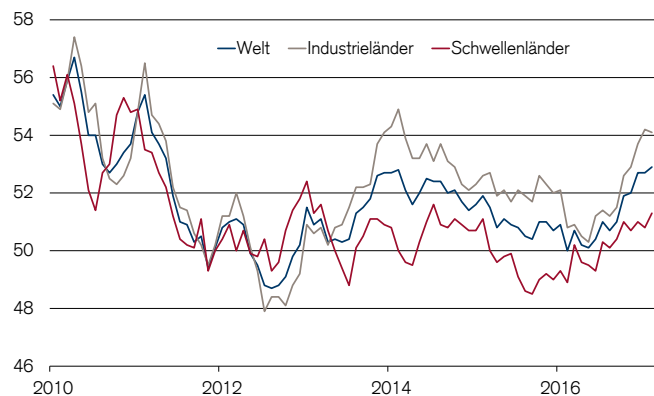
Globale Erholung stützt auch Schwellenländer, aber Dynamik ist verhaltener

Auch in den Schwellenländern ist die globale Beschleunigung sichtbar, wenn auch nicht ganz so ausgeprägt. Das liegt unter anderem daran, dass sich das Wachstum Chinas eher stabilisiert als beschleunigt, während Indien nach wie vor mit den Folgen der Bargeldentwertung kämpft und sich davon nur allmählich zu erholen scheint. In Russland hellt sich die Konjunktur derzeit rapide auf, und die Stimmung unter den Unternehmen ist so gut wie letztmals 2011. Für Brasilien gilt dies noch nicht. Hier ist das Vertrauen der Unternehmen weiterhin gedrückt. Allerdings kommt die Regierung mit ihren Reformen voran, und die Notenbank kann dank abnehmender Inflation die geldpolitischen Zügel lockern.

bjorn.eberhardt@credit-suisse.com

Globale Wirtschaft weiter im Aufschwung

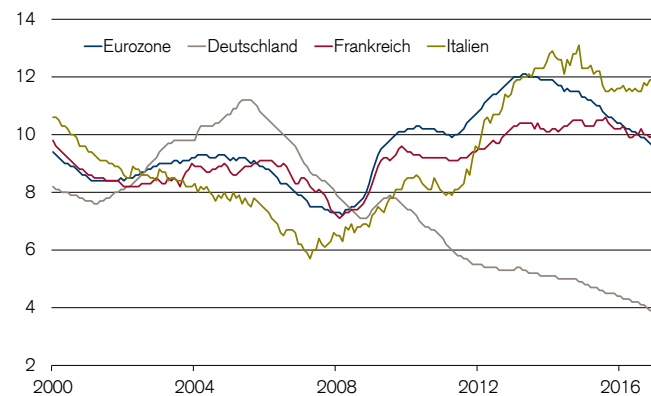
Indexniveau, Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Arbeitslosenquote in der Eurozone insgesamt rückläufig

In % der Erwerbsbevölkerung



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Europäisches Risikobarometer

Wichtige Weichenstellungen in Europa prägen 2017

2017 stehen wichtige Entscheidungen in Europa an, die zu erhöhten politischen Risiken in der EU führen werden. Das europäische Risikobarometer der Credit Suisse misst dabei, inwiefern diese Risiken von den Märkten bereits «eingepreist» sind.

2017 ist gespickt mit wegweisenden politischen Entscheidungen in Europa

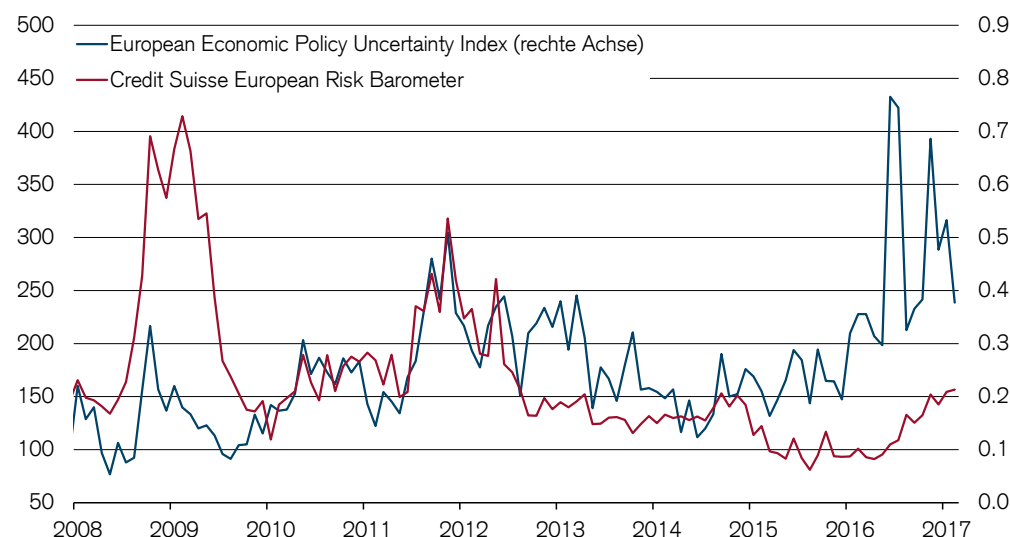
«Ode an die Freude», «Durchwursteln» oder «Inferno»?

Trotz der zunehmend positiven makroökonomischen Situation verschärfen sich die politischen Unsicherheiten in Europa 2017. Grund dafür sind die zahlreichen anstehenden politischen Wahlen und Entscheidungen wichtiger Mitgliedstaaten der Europäischen Union. Am 23. April gehen die französischen Präsidentschaftswahlen mit der populistischen und nationalistischen Kandidatin Marine Le Pen in die erste Runde. Im April wird für Griechenland die Rückzahlung von Anleihen der EZB und anderer nationaler Zentralbanken fällig, und im September könnte es in Italien zu Neuwahlen kommen.

Aufgrund dieser Risiken entwickelten wir drei Szenarien zur politischen und wirtschaftlichen Zukunft von Europa. Unter dem Szenario **«Ode an die Freude»** wird Griechenland das nächste Rettungspaket zugesprochen. Frankreich wählt einen rechtsgewandten (Macron oder Fillon), aber keinen extrem rechten Präsidenten (Le Pen). Die Wahlen in Italien ergeben eine Regierung unter der Führung des Partito Democratico (PD), und weitere, wenn auch nur langsam umgesetzte Reformen ermöglichen den Banken, Kapital aufzunehmen und ihre Bilanzsanierung fortzusetzen. Im Szenario **«Durchwursteln»** setzt sich die Griechenland-Saga fort, Marine Le Pen erzielt in der ersten Runde der französischen Wahlen ein gutes Ergebnis, unterliegt aber knapp Emmanuel Macron, wenngleich Form und Zusammensetzung der Regierung unklar sind. Die makroökonomischen Daten sind stabil, aber nicht überragend. Die Kluft zwischen «Falken» (die die Zinsen erhöhen wollen) und «Tauben» (die die Zinsen senken bzw. das Anlagenkaufprogramm ausbauen wollen) in der EZB vergrössert sich, da Mario Draghis Amtszeit sich dem Ende zuneigt und ein Nord-Süd-Gefälle bei der Verbesserung der Daten besteht. Italien kommt kaum vorwärts. Unter dem Szenario **«Inferno»** lebt die EU-/Eurokrise wieder auf, und Griechenland hat Schwierigkeiten, die finanziellen Mittel aufzubringen. Marine Le Pen gewinnt in Frankreich, sieht sich aber einer feindseligen Haltung im Parlament gegenüber.

Politische Risiken in Europa nicht vollständig von den Märkten erfasst

Europäisches Risikobarometer und European Economic Policy Uncertainty Index



Quelle: Bloomberg, Barclays, Datastream, Economic Policy Uncertainty, Credit Suisse

**«Durchwursteln» in Europa
sehr wahrscheinlich**

Auch wenn «Ode an die Freude» nicht unser Hauptszenario darstellt, sehen wir die Eintrittswahrscheinlichkeit bei rund 30%. Trotz derzeitig schwachem Euro sehen sich die Märkte gemäss unserem europäischen Risikobarometer nahe an diesem Szenario. Falls wir uns tatsächlich in dieser Welt wiederfinden würden, dürfte eine allmähliche Straffung der Geldpolitik durch die EZB den Euro stärken und somit deutlich Druck vom Schweizer Franken nehmen. Beim «Durchwursteln» der europäischen Politik (Hauptszenario: 50%) dürfte die geldpolitische Straffung durch die EZB erst später eintreten und für wenig Aufwertungsdruck beim Euro sorgen. Unter dem pessimistischen «Inferno»-Szenario und dem damit einhergehenden Aufleben der EU-Krise dürfte der Franken verstärkt als «sicherer Hafen» für Anleger fungieren. Der Aufwertungsdruck auf den Franken würde dadurch stark zunehmen. Wir erachten dieses Szenario jedoch als unwahrscheinlich.

**Europäisches Risiko-
barometer unter dem
zehnjährigen
Durchschnitt**

Das von uns entwickelte europäische Risikobarometer soll darüber Aufschluss geben, inwiefern die politischen Risiken und die erwähnten Szenarien bereits in den Märkten eingepreist sind. Dabei ziehen wir Messgrössen zur Liquidität, zu längerfristigen Länderbewertungen sowie verschiedene Indikatoren der Markterwartungen für die Volatilität, die Form und die Grösse von Extremrisiken bei. Der momentane Stand des Barometers deutet auf ein leicht unterdurchschnittliches (implizites) Marktrisiko hin. Grund dafür sind in erster Linie die relativ geringen Geldmarkt- und Kreditspreads, Geld-Brief-Spannen bei Staats- und Unternehmensanleihen, niedrige implizite Volatilität von Unternehmensanleihen und Aktien und niedrigere Zinsen für Privatkunden- und gewerbliche Kredite.

pierre.bose@credit-suisse.com

sandrine.perret@credit-suisse.com

Länderrisiken im Überblick

Niederlande

Die niederländische Bevölkerung entschied sich am 15. März 2017 mehrheitlich gegen den Rechtspopulisten Geert Wilders, seine Partei PVV (13% der Stimmen) und somit gegen eine europafeindliche Politik. Als Siegerin ging die konservativ-liberale Partei VVD unter der Leitung von Mark Rutte hervor (21%). Dies, obwohl die VVD im Vergleich zu 2012 über 5% der Stimmen verlor und die Rechtspopulisten unter Wilders knapp 3% zulegen konnten. Gemäss Wahlergebnis werden mindestens vier Parteien zusammenspannen müssen, um eine parlamentarische Mehrheit von 76 Sitzen auf sich zu vereinen. Die Bildung einer derartigen Koalition wird einige Zeit brauchen.

sandrine.perret@credit-suisse.com

Frankreich

Der Präsidentschaftswahlkampf ist gestartet. Die Kandidatin des Front National (FN), Marine Le Pen, hat ein aggressives Manifest verkündet. Die Kernpunkte ihres Präsidentschaftsprogramms sind eine Rückkehr zur Nationalwährung und drastische protektionistische Massnahmen. Le Pen liegt in diversen Meinungsumfragen im ersten Wahlgang vorn, wäre aber bei der Stichwahl gegen den unabhängigen Kandidaten Emmanuel Macron oder den republikanischen Kandidaten François Fillon unterlegen. Wir teilen diese Einschätzung und taxieren ein solches Szenario mit der grössten Wahrscheinlichkeit.

sandrine.perret@credit-suisse.com

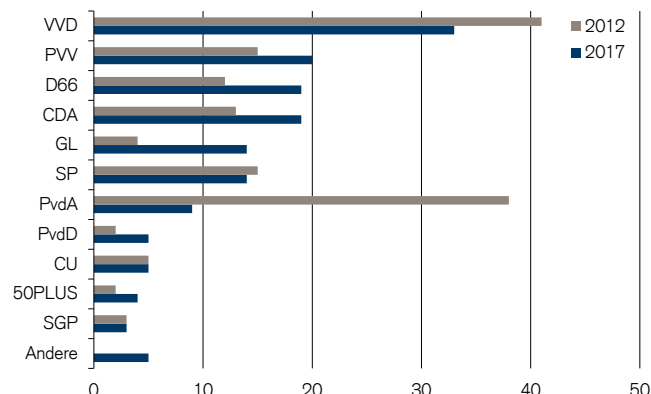
Italien

Der Ausgang des Referendums zu politischen Reformen im Dezember führte zum Rücktritt von Premier Renzi (PD). Der Vorsitzende der PD hatte einen offenen Wettbewerb um die Parteiführung gefordert, wodurch das Risiko vorgezogener Parlamentswahlen im zweiten Quartal gesunken ist. Neuwahlen könnten dennoch im September 2017 stattfinden. Bis dahin werden voraussichtlich keine grundlegenden Struktur-reformen erfolgen. Angesichts des hohen Schuldenstands wird sich die schwache Wachstumsdynamik dieses Jahr auch fortsetzen.

pierre.bose@credit-suisse.com

Holländer entscheiden sich für Europa

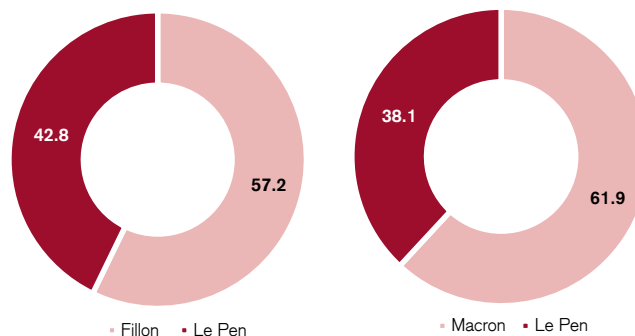
Sitze in der Zweiten Kammer, pro Partei (Total: 150 Sitze)



Quelle: Zweite Kammer der Generalstaaten

Erwartete Niederlage von Le Pen in der zweiten Runde

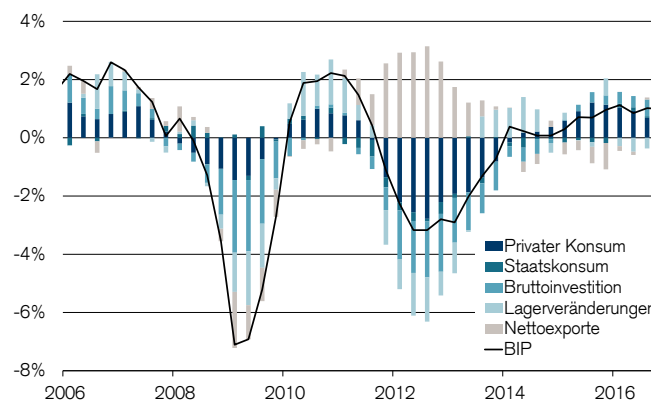
2. Wahlgang: Durchschnittswert ausgewählter Umfragen, in Prozent



Quelle: OpinionWay, Ifop, Harris, Elabe, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 24.3.2017

Schwaches Wirtschaftswachstum in Italien

Beitrag zum BIP-Wachstum, in Prozentpunkten



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Länderrisiken im Überblick

Griechenland

Die Gläubiger sind sich bei der zweiten Überprüfung des dritten Rettungspakets für Griechenland (EUR 86 Mrd.) uneinig. Der IWF hat seine Beteiligung an niedrigere Ziele für den Primärüberschuss und an Schuldenerleichterungsmassnahmen geknüpft. Deutschland ist gegen Schuldenerleichterungen und für weitere Wirtschaftsreformen. Griechenlands nächste hohe Tilgungszahlung (EUR 6.1 Mrd.) ist im Juni fällig, vorher muss eine Einigung über die nächste Rettungstranche erzielt werden. Eine rasche Lösung ist nicht in Sicht, eine unkontrollierte Eskalation aber ebenfalls wenig realistisch.

pierre.bose@credit-suisse.com

Deutschland

Kanzlerin Angela Merkel kandidiert für eine vierte Amtszeit. Die Meinungsumfragen ergeben ein Kopf-an-Kopf-Rennen der CDU/CSU mit der SPD, da der Zuspruch für die SPD nach der Nominierung von Martin Schulz gestiegen ist. Unabhängig davon, ob die SPD oder die CDU/CSU die Wahl gewinnt, wären in beiden Fällen Regierung und Politik proeuropäisch. Bei einer Mitte-links-Koalition könnten jedoch die Binnenausgaben steigen und ein Teil der Reformen könnte rückgängig gemacht werden. Eine Mitte-links-Regierung dürfte eine entgegenkommendere Haltung gegenüber fiskalpolitischen Themen in den Peripherieländern einnehmen.

sandrine.perret@credit-suisse.com

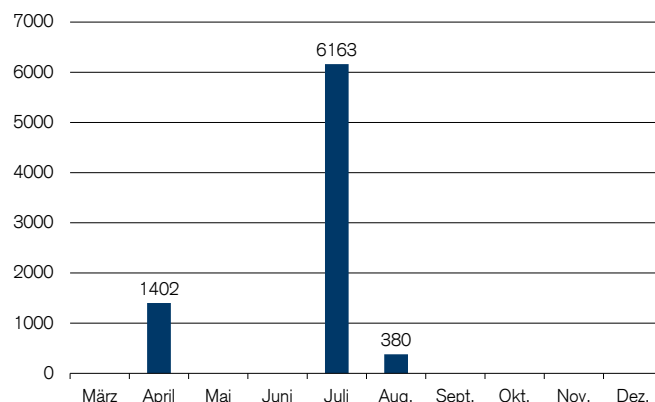
Grossbritannien

Nach Inkrafttreten des Artikels 50 sollte Grossbritannien die EU innert zweier Jahre verlassen. Je nachdem, wie sich der GBP/CHF-Kurs und die britische Konjunktur entwickeln werden, wird dies auch für die Schweiz Konsequenzen haben. Anfällig auf Schwankungen ist in erster Linie das Pfund. Wir erwarten indes nicht, dass sich der Wechselkurs sehr stark auf den Handel der Schweiz mit Grossbritannien auswirken wird, da ein Grossteil der Schweizer Exporte auf pharmazeutische Produkte zurückzuführen ist und deren Abnehmer tendenziell weniger preissensitiv sind.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Grosse Schuldentilgung wird im Sommer fällig

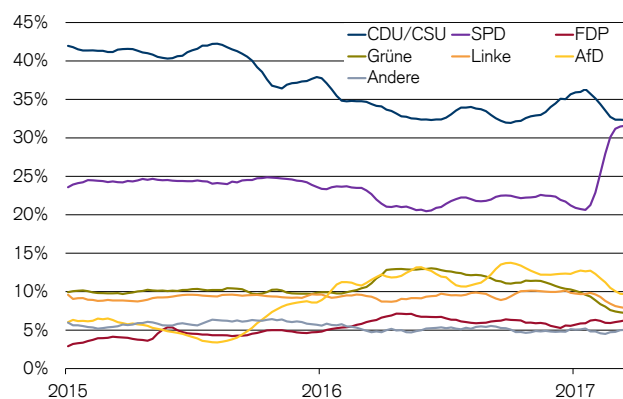
Monatliche Tilgungen griechischer Anleihen 2017, in Mio. Euro



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

Martin Schulz' Nominierung erhöht die Chancen der SPD

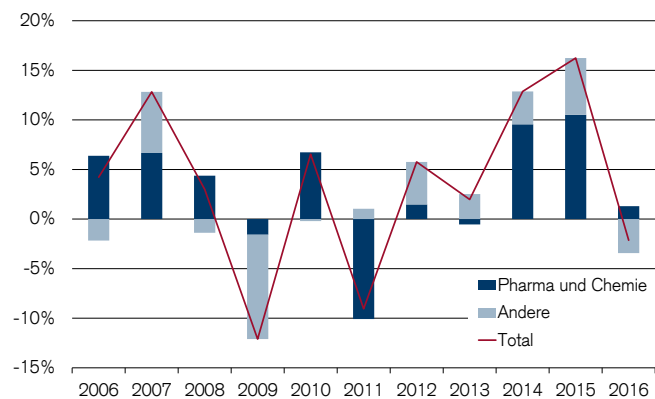
Anteil Stimmen nach Partei, in Prozent



Quelle: Diverse Meinungsumfragen, Credit Suisse

Schweiz exportiert vor allem Pharmaprodukte nach GB

Wachstumsbeitrag der Pharmaindustrie am Exportwachstum nach Grossbritannien, in Prozentpunkten



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Konjunktur Schweiz

Wirtschaftswachstum wird sich weiter beschleunigen

Die Schweizer Wirtschaft dürfte 2017 um 1.5% wachsen und damit etwas stärker als 2016 (1.3%) sowie deutlich stärker als unmittelbar nach der Frankenaufwertung 2015 (0.8%). Die SNB könnte erneut einen stärkeren Franken tolerieren.

Frankenschock von 2015 ist Anfang 2017 kaum mehr ein Thema ...

2017 startete verheissungsvoll; die Stimmung ist so gut wie seit Jahren nicht mehr. Der von uns in Zusammenarbeit mit procure.ch erstellte Einkaufsmanagerindex (PMI), der auf einer Umfrage im verarbeitenden Gewerbe beruht, erreichte jüngst den höchsten Stand seit April 2011. Und der Anstieg unseres Exportbarometers widerspiegelt eine solide Nachfrage nach Schweizer Exportgütern in den Abnehmerländern. Es ist somit davon auszugehen, dass immer mehr Branchen trotz der bestehenden Überbewertung des Frankens zum Euro ihre Exporte steigern können und in Erwartung einer besseren Auftragsentwicklung vermehrt investieren. Auch die Konsumentenstimmung, die durch das SECO quartalsweise erhoben wird, war zu Jahresbeginn so gut wie noch nie seit Juli 2014. Vor allem ist wichtig, dass sich die Einschätzung der eigenen Arbeitsplatzsicherheit verbessert hat. Offensichtlich ist das Ansteckungspotenzial der Frankensärke für die Binnenwirtschaft mittlerweile gering. Dementsprechend halten wir an unserer Prognose fest, wonach die Schweizer Wirtschaft 2017 um 1.5% expandieren wird.

... wobei gewisse KMU weiterhin unter Druck sind

Bei der Beurteilung der Geschäftslage gibt es laut Geschäftslage-Indikator der KOF aber weiterhin klare Unterschiede nach Betriebsgrösse. Die KMU schätzen ihre Geschäftslage immer noch schlechter ein als vor der Aufhebung der Untergrenze, während dies bei den grossen Unternehmen nicht mehr der Fall ist. Auch aus der Arbeitsmarktstatistik lässt sich eine stärkere Betroffenheit der KMU herauslesen, insbesondere bei der Kurzarbeit. Tatsächlich haben KMU häufig weniger Möglichkeiten, die Margen durch vermehrte Einkäufe im Ausland zu schützen. Dies setzt dem Wachstumspotenzial gewisse Grenzen.

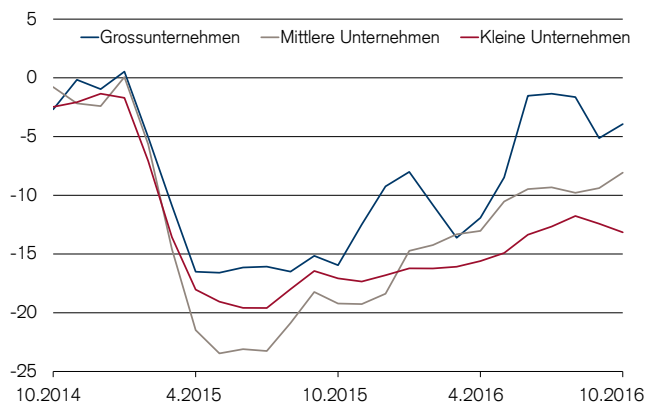
SNB könnte stärkeren Franken tolerieren

Die Inflationsrate sollte im Jahresverlauf im positiven Bereich verharren und durchschnittlich 0.5% betragen. Das steigende Preisniveau und das solide Wirtschaftswachstum sollten es der SNB eigentlich erlauben, weniger aktiv zu sein. Noch scheint die SNB aber rege im Devisenmarkt zu intervenieren. Wir gehen davon aus, dass sie spätestens im Sommer zu einer weniger expansiven Geldpolitik übergehen wird. Konkret dürfte sie ihre Devisenmarktinterventionen verringern, während eine Leitzinserhöhung vorläufig kein Thema ist.

claude.maurer@credit-suisse.com

Schweiz hat einen «Grössengraben»

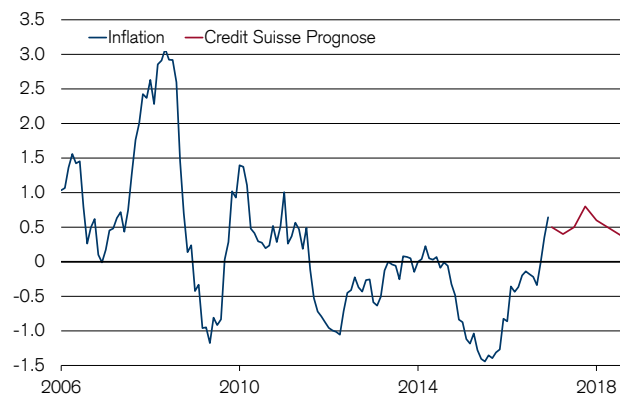
Geschäftslage, Salden in Prozentpunkten, 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: KOF ETH, Credit Suisse

Moderater Anstieg der Inflationsrate

In % ggü. Vorjahr



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Geldpolitik | Deep Dive

Die SNB kämpft gegen eine strukturelle Frankenstärke

Für den Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz sind einige sehr produktive Branchen verantwortlich. Aufgrund der geringen Wechselkursensitivität dieser Branchen gestalten sich angemessene wirtschaftspolitische Ausgleichsmassnahmen schwierig.

Höchst wettbewerbsfähiger Exportsektor könnte partielle Deindustrialisierung zur Folge haben

Nachdem in den Niederlanden 1959 enorme Gasvorkommen entdeckt wurden, nahmen die niederländischen Exporte in den 1960er- und 1970er-Jahren rasant zu. Die resultierenden Einkünfte aus Gasexporten führten zu umfassenden Zuflüssen ausländischen Kapitals in die Niederlande, die – nach einer Umrechnung in Gulden (damals die niederländische Währung) – eine Währungsaufwertung bewirkten. Diese Aufwertung beeinträchtigte die Wettbewerbsfähigkeit anderer handelbarer Waren und Dienstleistungen und setzte damit die Gewinne in nicht gasnahen Exportsektoren sowie in Binnensektoren, die mit Importen konkurrieren, unter Druck. In Anlehnung an dieses Phänomen werden ein Exportboom, der nur von einem oder einigen wenigen Sektoren getragen wird, und die resultierende Aufwertung der betroffenen Währung als «holländische Krankheit» bezeichnet.

Schweiz zeigt gewisse Symptome der «holländischen Krankheit»

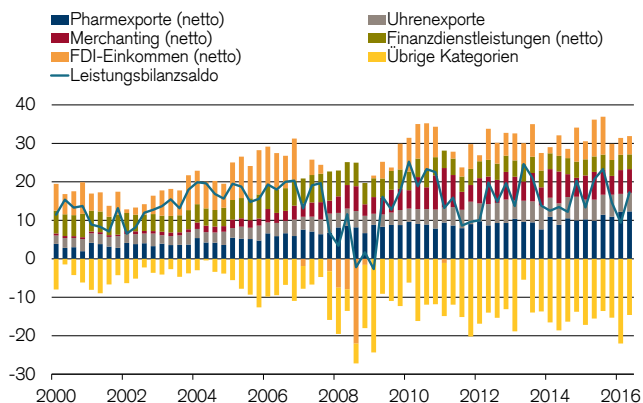
Mit dem starken Franken und hohen im Ausland erzielten Einkünften teilt die Schweiz gewisse Eigenschaften mit den Niederlanden der 1970er-Jahre. Die Schweizer Leistungsbilanz, die die von der Schweiz erzielten Nettokapitaleinkommen aus dem internationalen Handel und dem Nettoauslandvermögen umfasst, verzeichnet zurzeit einen Überschuss von rund CHF 65 Mrd. p. a. oder 10% des Bruttoinlandprodukts (BIP). Zudem blieb dieser Überschuss trotz der deutlichen Aufwertung des Schweizer Frankens seit 2008 weitgehend unverändert. In diesem Kontext könnte die Politik der SNB vermehrt hinterfragt werden. Die SNB ist seit Längerem bestrebt, den Franken mit Negativzinsen und häufigen Fremdwährungskäufen zu schwächen. Derweil impliziert der hohe Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz jedoch, dass der Franken nicht wirklich überbewertet ist.

Überschuss durch einige wenige höchst produktive Sektoren bedingt

Allerdings ist dieser hohe Überschuss, wie damals im Fall der Niederlande, schwergewichtig auf einige wenige Wirtschaftssektoren zurückzuführen, nämlich die Kategorien Pharmazeutik, Uhren, Rohstoffhandel (Transithandel, auch Merchanting genannt) und Finanzdienstleistungen. Diese erzielen rund 20% des BIP, sind aber nur für 8% der Beschäftigung verantwortlich. Wenig überraschend sind die Sektoren, die einen derart hohen Aussenüberschuss erzielen, auch äusserst produktiv, das heisst, sie generieren eine hohe Wertschöpfung pro Angestellten.

Leistungsbilanzüberschuss von einigen wenigen Kategorien getragen

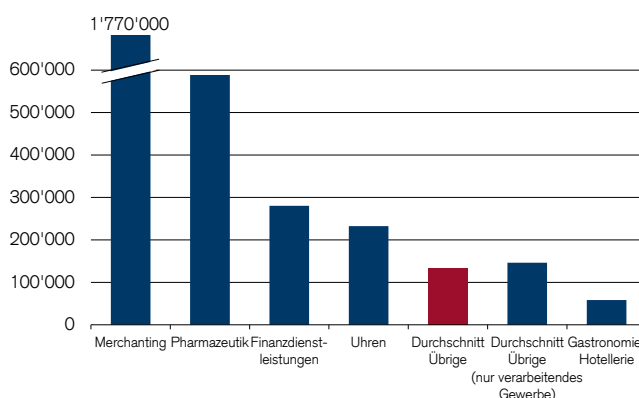
In CHF Mrd.



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Sektoren mit Überschuss sind äusserst produktiv

In CHF pro Angestellten



Quelle: Bundesamt für Statistik, Swiss Trading and Shipping Association, Credit Suisse

Die durchschnittliche Wertschöpfung in diesen Sektoren beläuft sich auf nahezu CHF 640'000 pro Angestellten (in Vollzeitstellen gemessen), wobei im Merchating mit CHF 1'770'000 der Höchstwert erreicht wird. Zum Vergleich: Die Wertschöpfung in anderen, ebenfalls stark exportorientierten Fertigungssektoren beläuft sich im Durchschnitt auf weniger als CHF 150'000 pro Angestellten. Werden zudem binnenwirtschaftlich orientierte Dienstleistungen berücksichtigt, fällt dieser Wert auf durchschnittlich noch CHF 130'000. Der Tourismus (Hotellerie und Gastronomie), ein weiterer exportorientierter Sektor, generiert eine sogar noch geringere durchschnittliche Wertschöpfung von weniger als CHF 60'000 jährlich.

Weniger wettbewerbsfähige Branchen gegenüber Wechselkursen deutlich sensibler

Wenn wir die vier Sektoren mit Überschüssen (sowie Einkommen aus ausländischen Direktinvestitionen [FDI]; mehr zu diesen nachstehend) ausklammern, haben sich die anderen Kategorien der Leistungsbilanz (gelbe Balken in der Abbildung links, vorherige Seite) im Zuge der Frankenaufwertung mehr oder weniger so entwickelt, wie es zu erwarten war. Der (Netto-)Fehlbetrag dieser Kategorien war bis zur globalen Finanzkrise des Jahres 2008 relativ klein und hat sich seither in Einklang mit der Frankenaufwertung erhöht. Dieser Trend kann zwar als Zeichen für eine Überbewertung des Frankens interpretiert werden, die Zunahme dieses Defizits ist aber nicht besonders dramatisch. Der Fehlbetrag belief sich vor 2008 auf rund 1.5% des BIP und stieg bis 2016 auf rund 2.5% des BIP.

Einer fundamental gerechtfertigten Aufwertung sollte nicht mit Fremdwährungskäufen begegnet werden

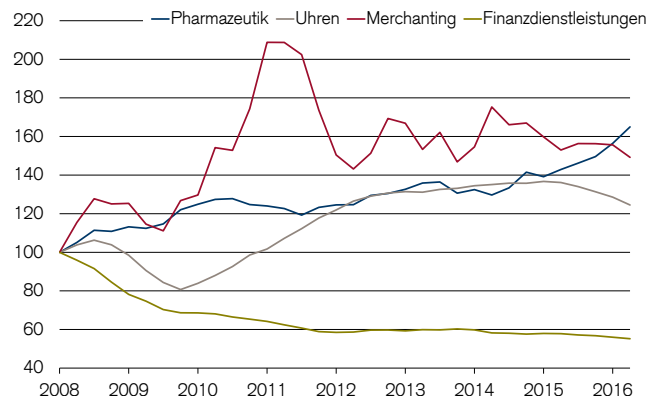
Es ist deshalb fraglich, ob die Schweiz tatsächlich an der «holländischen Krankheit» leidet. Einmal abgesehen von der Pharmaindustrie, verzeichnen die übrigen drei Sektoren keinen eigentlichen Boom, wenn sie auch weiterhin substanzielle Einkommen generieren. Darüber hinaus ist nicht klar, ob eine Währungsaufwertung infolge der «holländischen Krankheit» unbedingt schlecht für das Wirtschaftswachstum ist. Solange der Wechselkurs nicht von seinem Gleichgewichtswert abweicht (das heisst die Währung weder unter- noch überbewertet ist), sollte sich die Aufwertung laut Auffassung gewisser Ökonomen nicht auf das (langfristige) Wachstum auswirken. In einer Analyse bestehender Forschungsstudien zu diesem Thema fand der Internationale Währungsfonds (IMF) effektiv keinerlei Belege dafür, dass die «holländische Krankheit» das Wachstum reduziert. Die Wirtschaftspolitik sollte daher nicht darauf abzielen, eine Währungsaufwertung infolge eines boomenden Exportsektors (bzw. eines umfassenden Leistungsbilanzüberschusses) zu verhindern, selbst wenn diese zu einer Deindustrialisierung in anderen Bereichen einer Volkswirtschaft führt.

Fremdwährungskäufe sind jedoch angebracht, wenn Wechselkurs vorübergehend überschießt

Bedeutet dies nun, dass die Fremdwährungskäufe der SNB in den letzten Jahren verfehlt waren? Nicht unbedingt. Wenn Devisenmarktinterventionen – wie im aktuellen Fall – auf die Reduktion einer temporären Überbewertung abzielen und nicht als Reaktion auf eine fundamental gerechtfertigte Aufwertung erfolgen, sind sie angebracht. Allerdings gestaltet sich eine Beurteilung der Überbewertung schwierig, wenn Exportbranchen im Spiel sind, die hervorragend gedeihen und gegenüber Wechselkursschwankungen weitgehend unsensibel sind. Der resultierende Leistungsbilanzüberschuss wird üblicherweise als Ausdruck einer angemessenen, wenn nicht sogar unterbewerteten Währung interpretiert werden.

Boomjahre in den meisten Überschussektoren vorüber

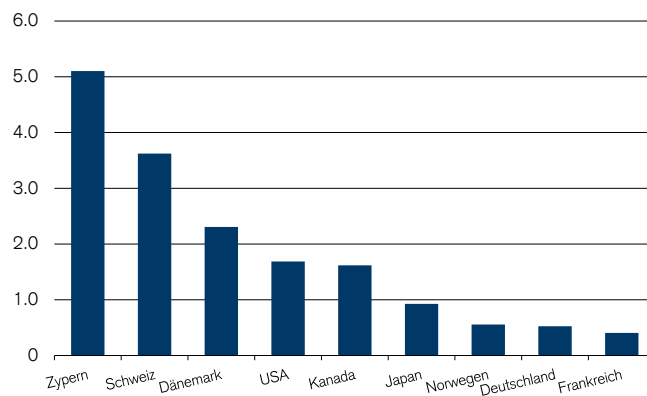
Nominale Nettoexporte (Ausnahme: Uhren), Durchschnitt über vier Quartale, indexiert 1. Quartal 2008 = 100



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Hohe Gewinnrücklagen ausländischer Tochterfirmen

In % des BIP



Quelle: Internationaler Währungsfonds, Credit Suisse

Für die SNB bedeutet dies, dass ihre Devisenmarktinterventionen auf die Verhinderung eines Überschliessens des Wechselkurses, das heisst eines vorübergehenden Aufwertungschocks, ausgerichtet sein müssen. Allerdings ist es a priori sehr schwierig zu beurteilen, ob ein solcher Schock temporärer oder permanenter Natur ist. Die Fremdwährungskäufe der SNB in den Jahren 2009 und 2010 lassen sich beispielsweise aus heutiger Perspektive kaum rechtfertigen, weil die Aufwertung des Frankens in dieser Phase gemäss unserem Bewertungsmodell durch fundamentale Faktoren bedingt war. Allerdings waren diese Faktoren damals schwierig zu identifizieren.

Attraktive Haushaltspolitik dürfte Aussenbilanz der Schweiz weiter stärken

Die Haushaltspolitik kann die Auswirkungen der «holländischen Krankheit» mildern. Indem sie die in der boomenden Exportindustrie erzielten Gewinne spart (das heisst besteuert) und im Ausland reinvestiert, kann sie zur Reduktion des Aufwertungsdrucks auf eine Währung beitragen. Diese Strategie wird von diversen Rohstoffexporteuren verfolgt, darunter Norwegen und Saudi-Arabien, die mit ihren Öleinnahmen staatliche Anlagefonds geäufnet haben. Im Falle der Schweiz dürfte der Staat allerdings kaum in der Lage sein, die Gewinne spezifischer Sektoren zu besteuern und mit den Erlösen einen derartigen Fonds zu finanzieren. Die Unternehmen sind nämlich (mehr oder weniger) mobil und könnten dem Land bei einer nachteiligen Besteuerung den Rücken kehren (Ausnahmen sind in dieser Hinsicht die Uhrenindustrie und die Finanzdienstleistungsbranche, deren «Swissness» für die Reputation und den Wert ihrer Produkte und Dienstleistungen ausschlaggebend ist). Insbesondere im Falle des Merchanting war es zudem wohl die günstige Besteuerung, die entsprechende Unternehmen überhaupt anzog und damit zur Erhöhung der von der Schweiz im Ausland erzielten Einkommen beitrug.

Proportional hoher Anteil an einbehaltenen Gewinnen multinationaler Unternehmen trägt zu Aussenbilanzüberschuss bei

Vor diesem Hintergrund lohnt es sich, eine letzte charakteristische Eigenschaft des Schweizer Leistungsbilanzüberschusses genauer zu beleuchten: die Einkommen aus ausländischen Direktinvestitionen (FDI). Die Schweiz ist Standort zahlreicher grosser multinationaler Unternehmen mit Tochtergesellschaften im Ausland. Die von diesen Tochtergesellschaften erzielten Einkommen tragen zur Erhöhung des Schweizer Leistungsbilanzüberschusses bei, insbesondere, wenn sie in der Form von Gewinnrücklagen gehalten werden (eine Subkategorie der FDI-Einkommen). Da sich diese multinationalen Unternehmen jedoch grösstenteils in den Händen ausländischer Anleger befinden, gehören die einbehaltenen Gewinne ihrer Tochtergesellschaften effektiv den ausländischen Aktionären dieser Unternehmen und werden folglich «fälschlicherweise» den Schweizer Kapitaleinkommen zugerechnet. Zur Illustrierung dieses Phänomens stellen wir einen internationalen Vergleich an (soweit Daten verfügbar sind), der zeigt, dass die Gewinnrücklagen ausländischer Tochtergesellschaften in der Schweiz einem relativ hohen BIP-Anteil entsprechen. Die relativ niedrigen Schweizer Steuersätze für ausländische Unternehmen dürften dabei ebenfalls eine wichtige Rolle spielen, veranlassen sie multinationale Unternehmen doch dazu, ihre Gewinne in der Schweiz zu verbuchen, um ihre steuerliche Belastung zu senken. Allerdings dürfte die vorgeschlagene Schweizer Unternehmenssteuerreform diesen Effekt reduzieren.

Je länger der Franken auf den aktuellen Notierungen verharrt, desto weniger gerechtfertigt scheinen Fremdwährungskäufe

Es drängt sich eine doppelte Schlussfolgerung auf: Erstens wird der Schweizer Franken auf lange Sicht eine fundamental starke Währung bleiben, die von den substanzialen Gewinnen einer kleinen Gruppe von Branchen mit Überschüssen getragen wird, solange keine negativen fundamentalen Änderungen einsetzen, wie etwa ein bleibender Anstieg der Inflationsrate oder ein Rückgang der Produktivität in diesen Branchen. Im Gegensatz zu Ländern mit umfassenden natürlichen Ressourcen kann die Schweiz mit ihrer Haushaltspolitik kaum dazu beitragen, den von diesen Überschusssektoren generierten Aufwertungsdruck zu mildern. Tatsächlich könnte die attraktive Steuerpolitik die Entstehung solcher Sektoren sogar gefördert haben. Zweitens wird der Franken möglicherweise nicht viel tiefer notieren als derzeit, wenn die SNB erst einmal mit der Normalisierung ihrer Geldpolitik beginnt, zumal die Überbewertung wegen der fortgesetzt generierten Gewinne in diesen Branchen erst allmählich nachlassen dürfte. Derweil werden sich einige der weniger produktiven Exportbereiche unter Umständen nie vom jüngsten Aufwertungschock erholen. Auf lange Sicht würden gezielte Massnahmen zur Unterstützung der von der Frankenstärke am meisten betroffenen Bereiche jedoch bestenfalls zur Verzögerung einer unumgänglichen wirtschaftlichen Anpassung beitragen.

Die Niederlande haben sich mittlerweile von ihrer «Krankheit» erholt, indem sie einer grossen Währungsunion beigetreten sind, der auch ihre wichtigsten Handelspartner angehören. Ein Lehrstück für die Schweiz?

maxime.botteron@credit-suisse.com

Risikowarnung

Jede Anlage ist mit Risiken verbunden, insbesondere in Bezug auf Wert- und Renditeschwankungen. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen.

Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse:

<https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/>

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

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

Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen.

Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und Schuldnern, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen, und die 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 Portfoliostrukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern informieren 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 Mass an Risiko und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Marktbewegungen können zu erheblichen Verlusten oder sogar zu einem Totalverlust führen.

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.

Zins- und Ausfallrisiken

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

Investment Strategy Department

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

Gelegentlich beziehen sich Anlagestrategen auf zuvor veröffentlichte Researchartikel, einschl. Empfehlungen und Ratingänderungen, die in Listenform zusammengestellt werden. Alle Researchbeiträge und berichte, die Empfehlungen und Ratingänderungen für Unternehmen bzw. einzelne Finanzinstrumente beinhalten, sind unter der folgenden Adresse abrufbar:

<https://investment.credit-suisse.com>

Informationen zu rechtlichen Hinweisen und Offenlegungen bezüglich der vom Investment Banking der Credit Suisse beurteilten Unternehmen, die in diesem Bericht erwähnt wurden, finden Sie auf der Seite «Disclosure» der Investment Banking Division unter folgender Adresse:

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

Weitere Informationen einschliesslich Angaben zu weiteren Themen erhalten Sie auf der Global Research Disclosure Website der Credit Suisse unter: <https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

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

In diesem Bericht bezieht sich «CS» auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG, ihre Tochterunternehmen und mit ihr verbundene Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter dem folgenden Link:

<http://www.credit-suisse.com>

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen 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-Departemente 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 UND 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, die mit ihr verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertpapieren oder Optionen auf diese Wertpapiere 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 Anlageleistungen 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 der 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 Internetadressen 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 handle sich um eigenes Website-Material. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zum 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.

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. **Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale»-Kunden, definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. Die CSSB übernimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. Die Adresse der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, lautet Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) AG, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen ist und reguliert wird. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, verteilt, die von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) als Anlagendienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, wird von der ACPR sowie der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Channel Islands) Limited verteilt, einem rechtlich unabhängigen Unternehmen, das in Guernsey unter der Nummer 15197 und mit der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Channel Islands) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. INB230970637; INF230970637; INB010970631; INFO10970631) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. A. B. Road, Worli, Mumbai 18, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien einerseits von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, sowie andererseits von der Credit Suisse AG, einer schweizerischen Bank mit Lizenz zur Erbringung von Bank- und Finanzdienstleistungen in Italien, verteilt. **Jersey:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften beaufsichtigt wird. Die Adresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE45WU. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z. B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z. B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Anlagen in Finanzmärkte können mit einem hohen Ausmass an Komplexität und Risiko einhergehen und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die CSLF prüft die

Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Österreich:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. Die Bank ist eine Niederlassung der CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., eines ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstituts im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Sie unterliegt ferner der finanzmarktrechtlichen Aufsicht der luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar [QFCRA] verfügt und von dieser reguliert wird (QFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (wie in den Regeln und Vorschriften der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) definiert) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument darf innerhalb des Königreichs nur an Personen vertrieben werden, an die ein Vertrieb gemäss der Investment Funds Regulations zugelassen ist. Die Credit Suisse Saudi Arabia übernimmt die volle Verantwortung für die Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und bestätigt, nachdem diesbezüglich alle angemessenen Erkundigungen eingeholt wurden, dass nach bestem Wissen und Gewissen keine anderweitigen Sachverhalte vorliegen, deren Auslassung hierin zu irreführenden Angaben führen würde. Die Capital Market Authority übernimmt keine Verantwortung für die Inhalte dieses Dokuments, garantiert weder dessen Richtigkeit noch Vollständigkeit und schliesst ausdrücklich jedwede Haftung für etwaige Verluste aus, die sich aus einem Teil dieses Dokuments ergeben oder im Vertrauen darauf entstehen. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **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 die Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turkey. **UAE:** This document, and the information contained herein, does not constitute, and is not intended to constitute, a public offer of securities in the United Arab Emirates and accordingly should not be construed as such. The services are only being offered to a limited number of sophisticated investors in the UAE who (a) are willing and able to conduct an independent investigation of the risks involved in an investment in such services, and (b) upon their specific request. The services have not been approved by or licensed or registered with the UAE Central Bank, the Securities and Commodities Authority or any other relevant licensing authorities or governmental agencies in the UAE. The document is for the use of the named addressee only and should not be given or shown to any other person (other than employees, agents or consultants in connection with the addressee's consideration thereof). No transaction will be concluded in the UAE. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von

der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern. **USA:** WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN (IM SINNE DER REGULIERUNGSVORSCHRIFTEN GEMÄSS US SECURITIES ACT VON 1933 IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

17C010A_IS



CREDIT SUISSE AG

Postfach

CH-8070 Zürich

credit-suisse.com

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden.
Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.