

---

# Wirtschaft vom politischen Wirbel unbeeindruckt



Konjunktur Schweiz  
**Langsame  
Beschleunigung**

Seite 6

Branchen  
**Für KMU war der Franken-  
schock besonders ein-  
schneidend**

Seite 12

Geldpolitik  
**Zurück zum  
Fundamentalen**

Seite 15

# Impressum

## **Herausgeber: Investment Solutions & Products**

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

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

## **Bestellungen**

Direkt bei Ihrem Kundenberater oder bei jeder Geschäftsstelle der Credit Suisse  
Interne Bestellungen via MyShop mit Mat.-Nr. 1545771  
Abonnements mit Publikationscode MSD (HOST: WR10)

## **Druck**

gdz AG, Zürich

## **Redaktionsschluss**

6. Juni 2017

## **Copyright**

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

## **Mitwirkung**

Tomasz Limberger  
Christine Mumenthaler  
Andreas Weber

Liebe Leserinnen und Leser,

Wer die Entwicklung der Aktienmärkte im vergangenen Jahr betrachtet, könnte leicht zum Schluss gelangen, dass politische Unsicherheit für Anleger und damit auch für die am Aktienmarkt kotierten Unternehmen, also die Realwirtschaft, irrelevant ist: Ungeachtet scheinbar dramatischer politischer «Umstürze» mit, so würde man denken, höchst ungewissen Folgen – das Ja zum Brexit-Referendum und die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten stechen hervor – eilten die Aktienkurse in der zweiten Jahreshälfte unbeirrt von einem Rekord zum nächsten. In dieser Ausgabe des «Monitor Schweiz» analysieren wir nicht den Einfluss von Unsicherheit auf die Finanzmärkte, sondern den – direkten – Einfluss auf die Entscheide von Schweizer Unternehmen. Auch hier, so scheint es auf ersten Blick, ist politische Unsicherheit wenig relevant: Das Wachstum der Investitionen schweizerischer Unternehmen zeigte über die vergangenen Jahre zwar durchaus gewisse Schwächezeichen, im Vergleich zum geradezu dramatischen Anstieg des von uns errechneten politischen Unsicherheitsindex sind diese jedoch vernachlässigbar.

Die These der Irrelevanz politischer Entscheidungen für das Verhalten von Unternehmen hält jedoch einer genaueren Betrachtung nicht stand: Zentral ist, so zeigt unsere Analyse, ob die politischen Entscheide das fundamentale Umfeld für Unternehmen tatsächlich ändern oder nicht. Die an der Urne angenommene Masseneinwanderungsinitiative warf beispielsweise in politischen Kreisen und den Medien hohe Wellen, sie wurde aber letztlich «sanft» umgesetzt und schränkte daher den Zugang der Unternehmen zu ausländischen Arbeitskräften nicht fundamental ein. Die fehlende (Über-)Reaktion der Unternehmen auf den Entscheid legt nahe, dass sie davon ausgingen, dass die Politik trotz viel «Lärm» schliesslich keine klar wirtschaftsschädigenden Massnahmen umsetzen würde.

Beim dramatischen Kurswechsel der Schweizerischen Nationalbank im Januar 2015 oder der Annahme der Zweitwohnungsinitiative, die konkrete und unmittelbare Änderungen der wirtschaftlichen Parameter mit sich brachten, kam es hingegen zu deutlichen Reaktionen der Unternehmen. Allerdings hat insbesondere die Abschaffung des EUR/CHF-Mindestkurses weniger Schaden angerichtet, als aufgrund der medialen Reaktionen zu erwarten gewesen wäre. Die Flexibilität der Unternehmen, auch mit recht schwerwiegenden Störungen umzugehen, wurde vielerorts unterschätzt. Wir können uns allerdings nicht darauf verlassen, dass die Schweizer Wirtschaft automatisch immer genügend wettbewerbsfähig ist und die Politik letztlich immer das für die Gesamtwirtschaft «Richtige» tut. Auch der Rückschluss, dass die Medien bei der Einschätzung der Folgen politischer Ereignisse immer «daneben» liegen, ist sicher nicht richtig. Momentan müssen wir wohl berücksichtigen, dass es im Zeitalter der digitalen Informationsflut für Medien zusehends schwieriger wird, Aufmerksamkeit zu erregen. Der Anreiz, vermehrt Sensationsjournalismus zu betreiben, könnte deshalb tatsächlich zugenommen haben. Langfristig betrachtet ist dies jedoch kaum eine nachhaltige Strategie, denn schliesslich wird auch bei den Medien diejenige Berichterstattung obsiegen, die grösseren intellektuellen und wirtschaftlichen Mehrwert schafft.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



Thomas Gottstein  
CEO Credit Suisse (Schweiz) AG



Oliver Adler  
CIO Office Schweiz

## Inhalt

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Globales Umfeld</b>  | <b>5</b>  |
| Die globalen Wachstumsperspektiven bleiben gut, eine weitere deutliche Beschleunigung ist jedoch unwahrscheinlich. Die Inflation dürfte im 1. Quartal 2017 in zahlreichen Ländern ihren vorläufigen Höhepunkt erreicht haben.                                       |           |
| <b>Konjunktur Schweiz</b>   | <b>6</b>  |
| Das Wirtschaftswachstum ist derzeit nicht beeindruckend. Es gewinnt allerdings an Dynamik und ist zunehmend breiter abgestützt. Wir prognostizieren ein Wachstum von 1.5% für 2017 und von 1.7% für 2018.   |           |
| <b>Fokus Politik und Wirtschaft</b>   | <b>8</b>  |
| Diffuse politische Unsicherheit, wie sie anhand von Medienberichten gemessen werden kann, ist kein gutes Prognoseinstrument für die Wirtschaft. Unternehmen wägen nämlich die Umsetzungswahrscheinlichkeit politischer Entscheide recht genau ab.                   |           |
| <b>Branchen</b>   | <b>12</b> |
| Politische Entscheide beeinflussen die Einschätzung der Geschäftslage durch kleine und mittlere Schweizer Industriebetriebe unmittelbar kaum. Vom Frankenschock des Jahres 2015 erholten sich diese hingegen weniger schnell als grosse Industrieunternehmen.       |           |
| <b>Geldpolitik</b>  | <b>15</b> |
| Die Schweizer Geldpolitik wurde jüngst durch globale politische Ereignisse bestimmt. Eine Stabilisierung an der politischen Front sollte unseres Erachtens jedoch dazu beitragen, dass Inflation und Wirtschaftswachstum wieder vermehrt in den Mittelpunkt rücken. |           |
| <b>Wirtschaftspolitik</b>   | <b>17</b> |
| Seit 2010 stimmen wir jährlich über mehr als fünf Volksinitiativen ab. Der Erfolg eines Vorstosses lässt sich derweil nicht nur am Abstimmungsresultat selbst messen.   |           |
| <b>Anlegen</b>  | <b>18</b> |
| Die fünf Credit Suisse Supertrends sind langfristige Themen, die attraktive Anlagegelegenheiten bieten. Einer davon ist die wachsende Unzufriedenheit der westlichen Gesellschaften und die sich daraus ergebende Tendenz hin zu einer multipolaren Welt.           |           |
| <b>Credit Suisse Vorlaufindikatoren</b>   | <b>20</b> |
| <b>Prognosen und Indikatoren</b>  | <b>22</b> |

## Globales Umfeld

# Robuster Wachstumsausblick mit wieder tieferer Inflation

Die globalen Wachstumsperspektiven bleiben gut, eine weitere deutliche Beschleunigung ist jedoch unwahrscheinlich. Die Inflation dürfte im 1. Quartal 2017 in zahlreichen Ländern ihren vorläufigen Höhepunkt erreicht haben.

### US-Wirtschaft dürfte wieder beschleunigen und Fed die Zinsen weiter anheben

In den USA war der amtliche Wachstumsausweis im 1. Quartal 2017 deutlich schwächer, als dies die Stimmungsindikatoren von Konsumenten und Unternehmen erwarten liessen. Allerdings dürfte es sich dabei nur um ein temporäres Phänomen handeln. Bereits für das 2. Quartal erwarten wir eine deutliche Wachstumsbeschleunigung – dies dank eines robusten Privatkonsums und steigender Investitionen. Die US-Notenbank (Fed) dürfte die Normalisierung ihrer Geldpolitik in den kommenden Monaten fortsetzen und die Zinsen weiter erhöhen, obschon die Teuerung zuletzt etwas tiefer war.

### Wachstum in der Eurozone verfestigt sich, und EZB dürfte vorsichtige Straffung ihrer Geldpolitik einleiten

Die Konjunktur in der Eurozone verlief in den letzten Monaten beeindruckend, vor allem angesichts der vielen politischen Risiken, die mit wichtigen Wahlen und Abstimmungen einhergingen. Der Aufschwung sollte sich in den kommenden Monaten weiter verfestigen, wozu auch sinkende Arbeitslosenquoten und ein folglich beflügelter Privatkonsum beitragen sollten. Die Wahl einer europafreundlichen Regierung in Frankreich sollte zudem den Reformbemühungen in der Europäischen Union (EU) und der Eurozone neuen Schwung verleihen sowie Hoffnungen nähren, dass die EU doch noch gestärkt aus den Jahren der Krise hervorgeht. Weil die Inflation recht weit vom Zielwert der Europäischen Zentralbank (EZB) entfernt bleibt, erwarten wir nur eine langsame Straffung der äusserst lockeren Geldpolitik. Die EZB dürfte aber im September eine schrittweise Beendigung ihres Anleihenkaufprogramms ab Januar 2018 ankündigen.

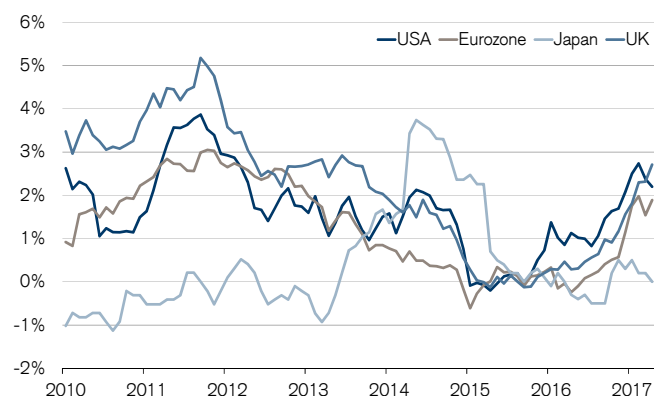
### Guter Wachstumsausblick auch für die Schwellenländer, Dynamik ist jedoch eher verhalten

Das konjunkturelle Bild in den grossen Schwellenländern ist tendenziell weiterhin positiv, die Dynamik bleibt jedoch verhalten. Nachdem das Wachstum in China im 1. Quartal 2017 positiv überrascht hat, rechnen wir für den Rest des Jahres wieder mit einer etwas langsameren Gangart. Russland hat aus der Rezession gefunden, und Brasilien dürfte dies trotz der jüngsten politischen Unsicherheiten ebenfalls schaffen. In beiden Ländern ist aber nur mit einer verhaltenen Erholung zu rechnen. Demgegenüber sollte sich das hohe Wachstum in Indien sogar weiter beschleunigen.

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

## Inflation generell näher am Notenbankziel

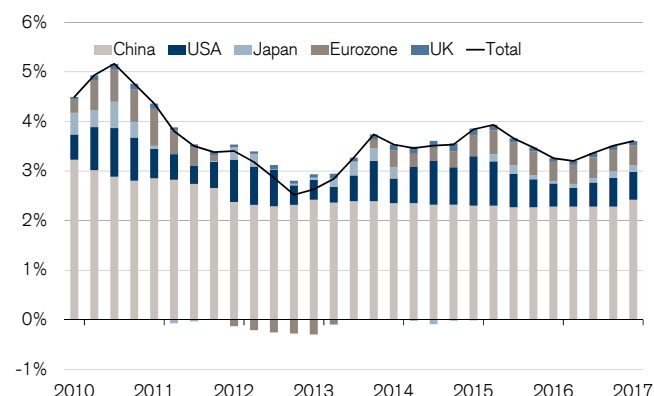
Konsumentenpreisindex ggü. Vorjahr



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Leichte globale Wachstumsbeschleunigung

Wachstum ggü. Vorjahr in %, Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Konjunktur Schweiz

## Langsame Beschleunigung

Das Wirtschaftswachstum ist derzeit nicht beeindruckend. Es gewinnt allerdings an Dynamik und ist zunehmend breiter abgestützt. Wir prognostizieren ein Wachstum von 1.5% für 2017 und von 1.7% für 2018.

Quartalsausweis ist besser, als er aussieht, ...

Das Wort «Enttäuschung» macht die Runde: Um nur 0.3% nahm die Wirtschaftsleistung gemäss Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) im 1. Quartal 2017 gegenüber dem Vorquartal zu. Die Verfassung der Schweizer Wirtschaft ist jedoch besser, als sie auf den ersten Blick aussieht: Erstens wurde erneut mehr investiert und konsumiert, und die Exporte nahmen zu. Zweitens sind die Preise erstmals seit drei Jahren wieder gestiegen, was auf eine zunehmende Preissetzungsmacht hinweist. Und drittens lastet ein negativer Beitrag der Komponente «Lager und statistische Abweichung» massiv auf dem Quartalsausweis (-1.7 Prozentpunkte). Diese Komponente ist stark durch den Handel mit Gold und Rohstoffen geprägt und lässt daher kaum Rückschlüsse auf die Dynamik der hiesigen Wirtschaft zu (vgl. Abb. unten links).

... und die Exporterholung dürfte andauern, ...

Die Voraussetzungen für eine weitere Erholung der Exportwirtschaft sind gut. Einerseits sorgt die in den Abnehmerländern positive Wirtschaftsentwicklung für Rückenwind: Unser Exportbarometer, das diese Entwicklung misst, liegt weit über der Wachstumsschwelle (vgl. Abb. unten rechts). Andererseits geht von der Überbewertung des CHF gegenüber dem EUR immer weniger Gegenwind aus. Die Hoffnung, dass die Abwertung des EUR gestoppt wurde, erscheint uns als realistisch. Indessen hält sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit Devisenmarktinterventionen tendenziell zurück, wenn der CHF als Folge besserer schweizerischer Wachstumserwartungen aufwertet. Sie bekämpft Aufwertungsdruck primär dann, wenn dieser Folge politischer Unsicherheiten ist (vgl. Seite 15). Letztere sollten in der Eurozone – deren wirtschaftliche Erholung voranschreitet – jedoch weiter abnehmen.

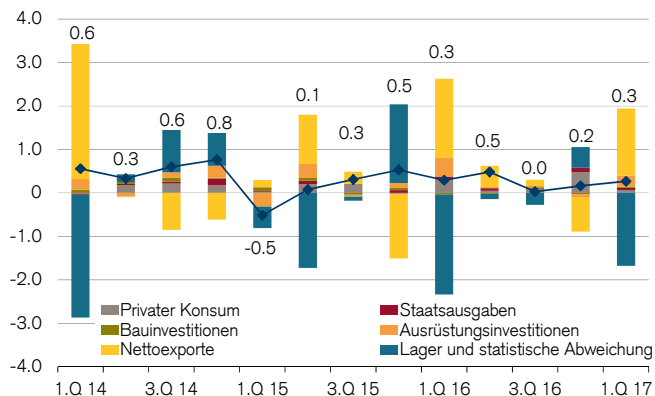
... während die Binnenwirtschaft langsam an Zugkraft gewinnt

Die Binnenwirtschaft bleibt solid, ihr Wachstum beschleunigt sich jedoch nur langsam. Die Konsumentenstimmung hellt sich wegen der schleppenden Verbesserung der Arbeitsmarktlage – der wichtigsten Determinante der Stimmungslage – nur zögerlich auf. Zudem sind die Zeiten steigender Kaufkraft dank sinkender Preise vorbei. Die Zuwanderung stützt zwar weiterhin das Konsumwachstum, der Wachstumsbeitrag wird aber kleiner. Wenig Beschleunigung ist auch bei den Unternehmensinvestitionen zu erwarten: Die günstigen Finanzierungsbedingungen und der stetige Zwang zur Rationalisierung sprechen zwar für eine stärkere Zunahme, die nach wie vor schwierige Erlössituation begrenzt aber das Potenzial. Der Nettobetriebsüberschuss – eine Approximation der Gewinne – liegt immer noch auf dem tiefen Niveau von 2009.

claude.maurer@credit-suisse.com

## Volatile Lagerkomponente

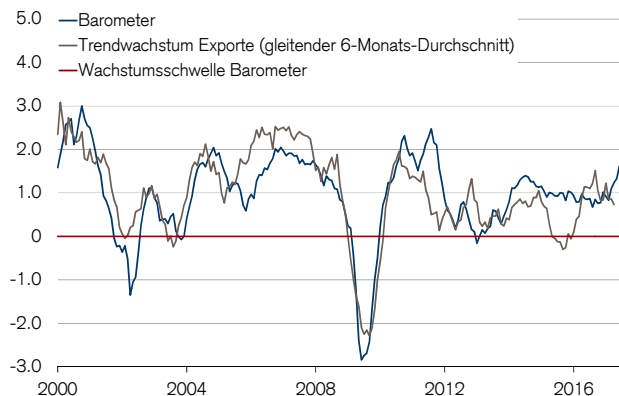
Reales Bruttoinlandprodukt ggü. Vorquartal in %, saisonbereinigt



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco), Credit Suisse

## Exportbarometer steht auf Wachstum

In Standardabweichungen



Quelle: Bloomberg, Datastream, PMIPremium, Credit Suisse

# Konjunktur Schweiz I Monitor

## Inflation

Gemäss der vierteljährlich durchgeführten Haushaltsumfrage des Staatssekretariats für Wirtschaft (Seco) haben sich die Inflationserwartungen zwischen Januar 2017 und April 2017 kaum verändert. Sie verharren nahe dem 10-Jahres-Durchschnitt. Hingegen sind die monatlich erhobenen Inflationserwartungen der Finanzanalysten gemäss Umfrage der Credit Suisse und der CFA Society Switzerland jüngst gestiegen und liegen nun deutlich über ihrem 10-Jahres-Durchschnitt. Wir erwarten ebenfalls einen leichten – wenn auch nur temporären – Anstieg der Inflationsrate bis Ende des Jahres. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Teuerung 2017 und 2018 jeweils 0.5% betragen.

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

## Arbeitsmarkt

Die Arbeitslosenquote ist seit ihrem Höhepunkt im Sommer 2016 bei damals etwas mehr als 3.3% am Sinken. Sie nimmt jedoch wesentlich weniger stark ab, als sie nach der Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses zulegen konnte. Des Weiteren verlor der Rückgang im April erstmals an Schwung. Das Niveau vor dem Frankenschock (rund 3%) dürfte deshalb so bald nicht wieder erreicht werden. Unsere im Rahmen des Einkaufsmanagerindex durchgeführten Umfragen bei Industrieunternehmen sowie die Währungssituation deuten jedoch darauf hin, dass sich die Arbeitslosigkeit in den nächsten Monaten weiter zurückbilden wird.

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

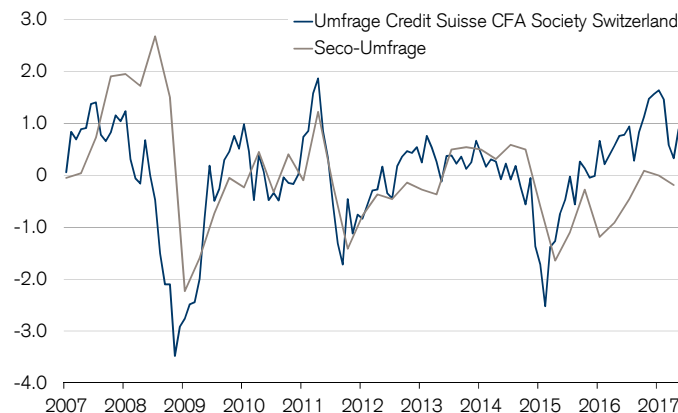
## Zuwanderung

Im Juni 2016 wurde die volle Personenfreizügigkeit mit Rumänien und Bulgarien (EU-2) eingeführt. Der Anstieg der Zuwanderer aus diesen Ländern hat den Bund nun veranlasst, die Ventilklausel zu aktivieren. Damit werden die Aufenthaltsbewilligungen für Rumänen und Bulgaren für die nächsten zwölf Monate auf 996 Personen beschränkt (zwischen Juni 2016 und März 2017 kamen netto rund 3600 Zuwanderer aus diesen Ländern). Es ist allerdings zu erwarten, dass die Beschränkung der B-Bewilligungen zu einer Zunahme der Kurzaufenthalter führen wird, wie dies bereits 2013/2014 im Fall der anderen osteuropäischen Länder (EU-8) beobachtet werden konnte.

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

## Divergierende Inflationserwartungen

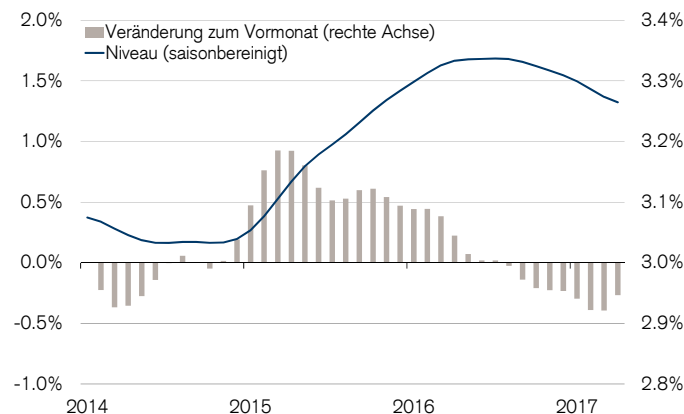
Index, standardisiert



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco), CFA Society Switzerland, Credit Suisse

## Rückgang der Arbeitslosigkeit flacht etwas ab

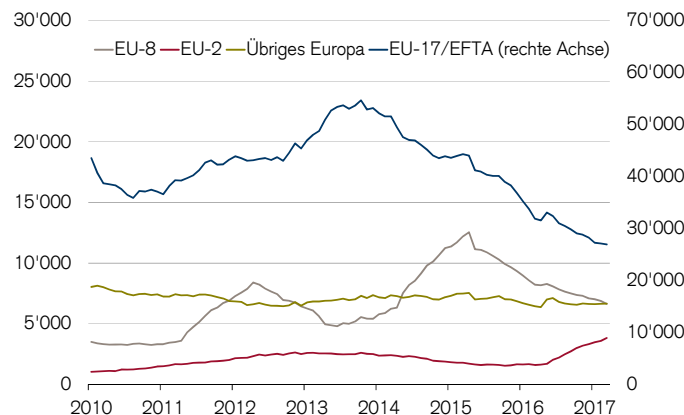
Saisonbereinigte Arbeitslosenquote und Veränderung ggü. Vormonat, in %



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco), Credit Suisse

## Ventilklausel für Rumänen und Bulgaren

Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung, 12-Monats-Summe



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Fokus Politik und Wirtschaft

# Wirtschaft vom politischen Wirbel unbeeindruckt

**Diffuse politische Unsicherheit, wie sie anhand von Medienberichten gemessen werden kann, ist kein gutes Prognoseinstrument für die Wirtschaft. Unternehmen wägen nämlich die Umsetzungswahrscheinlichkeit politischer Entscheide recht genau ab.**

**Prognosen waren oft zu pessimistisch**

«Die Wirtschaft wird aufgrund der gestiegenen Unsicherheit spürbar an Schwung verlieren oder sogar in eine Rezession abgleiten» – solche und ähnliche Prognosen ertönen nach medienwirksamen politischen oder geldpolitischen Entscheiden häufig. So auch nach der Annahme der Masseneinwanderungsinitiative (MEI), nach der Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) im Januar 2015 oder sogar nach dem geografisch weiter entfernten Brexit-Entscheid in Grossbritannien. Gemeinsam ist allen diesen Ereignissen, dass die mit ihnen verbundenen Prognosen tendenziell zu pessimistisch waren. Mit Ausnahme der Aufhebung des Mindestkurses waren sogar kaum realwirtschaftliche Reaktionen messbar.

**Unsicherheitsindex quantifiziert Grad der politischen Unsicherheit**

Um die von den Medien portierte politische Unsicherheit zu messen, verwenden wir den von uns in Anlehnung an die Arbeiten von [policyuncertainty.com](http://policyuncertainty.com) für die Schweiz erstellten «Unsicherheitsindex» (vgl. Abb. unten links). Dabei wird die Medienlandschaft nach diversen Schlüsselwörtern durchsucht, die mit politischer Instabilität einhergehen. Zwei Beobachtungen fallen auf: Erstens nimmt die monatliche Anzahl Meldungen zu wirtschaftspolitischen Unsicherheiten seit der Finanzkrise tendenziell zu. Zweitens ist dieser Anstieg seit 2011 markant: Ereignisse wie die Annahme der MEI, die Aufhebung der Wechselkursuntergrenze und der Brexit-Entscheid lösten regelrechte Fluten von Artikeln aus, die sich mit Unsicherheiten für die Schweizer Wirtschaft befassten. Aus der [Abbildung unten rechts](#) ist ersichtlich, dass die von den Medien nach aussen getragene politische Unsicherheit und das Investitionswachstum zwischen 2000 und 2013 recht stark korrelierten. Seit 2011 driften die Zeitreihen jedoch auseinander. Ein steigender Unsicherheitsindex geht nicht mehr mit rückläufigen Investitionen einher, d.h. die zuvor statistisch signifikante Korrelation existiert nicht mehr.

**Politische Ereignisse schlagen tatsächlich auf die Stimmung, ...**

Um die Gründe für diesen Trendbruch zu verstehen, muss die Wirkungskette der politischen Unsicherheit auf die Wirtschaft Glied für Glied analysiert werden. Unsicherheit schlägt zuerst auf die Stimmung der Wirtschaftsakteure durch. Dies lässt sich mittels Stimmungsindikatoren tatsächlich gut veranschaulichen (vgl. [Abb. unten links](#), [folgende Seite](#)). So führte beispielsweise die Annahme der MEI zu einer deutlichen Eintrübung der Stimmung der Finanzanalysten.

**Politik führt zu erhöhter medialer Unsicherheit, ...**

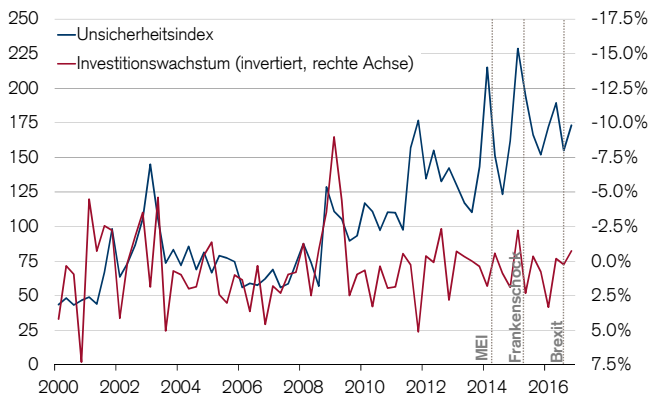
Anzahl Zeitungsartikel zu wirtschaftspolitischer Unsicherheit



Quelle: [policyuncertainty.com](http://policyuncertainty.com), Factiva, Credit Suisse

**... die Investitionen reagieren mittlerweile nur wenig**

Anzahl Zeitungsartikel zu wirtschaftspolitischer Unsicherheit; Wachstum der realen Ausrüstungsinvestitionen ggü. Vorquartal, saisonbereinigt



Quelle: Seco, [policyuncertainty.com](http://policyuncertainty.com), Factiva, Credit Suisse



Der entsprechende, von uns neuerdings in Zusammenarbeit mit der CFA Society Switzerland erhobene Indikator verlor damals sichtbar an Terrain. Auch die Stimmung der Unternehmen wird offensichtlich durch politische Ereignisse beeinflusst, wie der Einbruch des Geschäftsklimaindikators der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF) nach dem Brexit-Votum beispielhaft zeigte. Besonders markant waren auch die jeweiligen Reaktionen auf die Aufhebung der EUR/CHF-Untergrenze durch die SNB. Die Stimmungsschwankungen der privaten Haushalte waren durchs Band geringer. Dass diese vom Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) im Rahmen einer Umfrage nur quartalsweise erhoben werden, dürfte mit ein Grund dafür gewesen sein.

**... Unternehmen warten aber mit konkreten Massnahmen zu, solange die Konsequenzen noch nicht abschätzbar sind, ...**

Die Stimmung in den Chefetagen der Unternehmen, bei den Finanzanalysten sowie – in geringerem Ausmass – auch bei den Haushalten wird demnach zwar durchaus von der in den Medien verbreiteten Unsicherheit im wirtschaftspolitischen Umfeld geprägt. Warum aber trifft nicht nach jedem dieser Ereignisse die zu erwartende Investitionsaskese ein? Der Schlüssel zur Lösung dieses scheinbaren Widerspruchs liegt darin, dass die Unternehmen äusserst sorgfältig abwägen, wie gross die Umsetzungschance eines politischen Entscheides ist und wie sich dieser konkret auf das Tagesgeschäft auswirken wird. Solange keine konkreten und unmittelbaren Veränderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen bevorstehen, dürften viele Unternehmen folglich lieber abwarten und keine voreiligen Entscheidungen treffen.

**... was sich eindrücklich aus Umfragen herauslesen lässt**

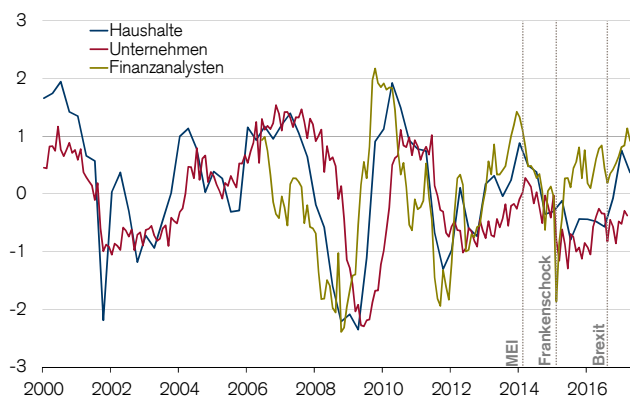
Diese Hypothese lässt sich mittels Unternehmensbefragungen erhärten. Nur wenige Monate nach der Annahme der MEI schätzten mehr als 75% der von uns in Zusammenarbeit mit procure.ch befragten Teilnehmer der Einkaufsmanagerumfrage die Wahrscheinlichkeit als «hoch bis sehr hoch» ein, dass die bilateralen Verträge nach dem 9. Februar 2017 noch in Kraft sein werden (vgl. Abb. unten rechts). Die Mehrheit der Unternehmer ging also von Anfang an davon aus, dass die MEI nicht mit aller Konsequenz umgesetzt würde. Diese Zuversicht lässt sich auch aus einer weiteren Umfrage ablesen: Der Dachverband economiesuisse befragte Anfang 2015 seine Mitgliedsfirmen und -verbände zur MEI und kam zum Schluss, dass 57% der Unternehmen zwar eine Eventualplanung erstellten, aber zuerst einmal abwarteten. Weitere 42% sahen keinen Handlungsbedarf. Gleichzeitig zeigten die Umfragedaten, dass rund ein Viertel der antwortenden Unternehmen der Politik zutraute, eine Lösung zu finden. Die Realität sollte ihnen recht geben. Die Unternehmen schätzten die Auswirkungen der Zustimmung zur MEI somit offenbar realistischer ein als zahlreiche Experten – uns selbst eingeschlossen – und liessen sich vom in den Medien vorherrschenden negativen Bild nicht beirren.

**Rasche Reaktion der Unternehmen auf die als persistent angesehene Frankenstärke ...**

Anders präsentierte sich die Lage nach der Aufhebung der Wechselkursuntergrenze durch die SNB: Unmittelbar danach ging ziemlich genau die Hälfte der im Rahmen der Einkaufsmanagerumfrage befragten Unternehmen davon aus, dass sich der Franken innert eines Jahres nicht mehr abschwächen würde. Im Mai 2015 waren sogar mehr als zwei Drittel der Meinung, dass keine Frankenabwertung einsetzen würde.

### Stimmung unmittelbar durch Ereignisse beeinflusst

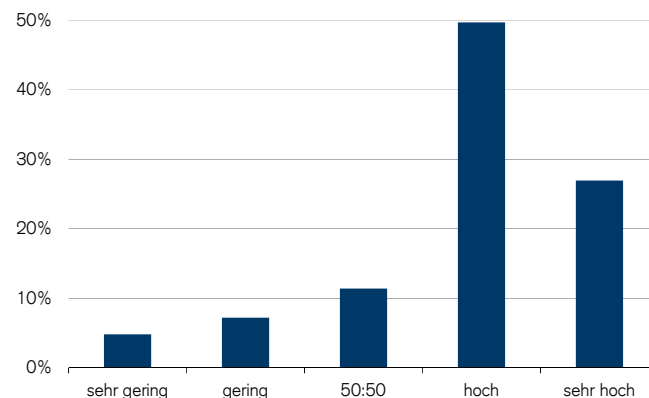
Stimmungsindikatoren, standardisierte Werte



Quelle: KOF, CFA Society Switzerland, Seco, Credit Suisse

### Unternehmen glauben an Erhalt der Bilateralen

Einkaufsmanagerumfrage vom Juli 2014: Wahrscheinlichkeit, dass die bilateralen Verträge I nach dem 9. Februar 2017 noch in Kraft sind



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Weil die Unternehmen erwarteten, dass sich die Währungssituation kaum bald entspannen werde, reagierten sie: Vier Monate nach der Frankenaufwertung kauften beinahe zwei Drittel der Umfrageteilnehmer mehr in Euro ein als vorher, und fast drei Viertel hatten bereits weitere Anpassungen eingeleitet. Im Mai 2016 rechneten immer noch beinahe drei Viertel mit keiner Abwertung. Die Palette der ergriffenen Massnahmen war entsprechend vielfältig. Sie reichte von der Optimierung der Beschaffung über Preisanpassungen bis hin zu Verlagerungen ins Ausland und Stellenabbau. In der [Abbildung unten links](#) ist gut sichtbar, wie die Beschäftigungskomponente des Schweizer Einkaufsmanagerindex (PMI) unmittelbar nach der Aufhebung der Untergrenze deutlich unter die Wachstumsschwelle von 50 rutschte und damit auf einen Abbau der Beschäftigung in der Industrie hindeutete – dies im Gegensatz zum deutschen PMI zur Zeit nach der Annahme der MEI.

### ... bis hin zu einem Personalabbau

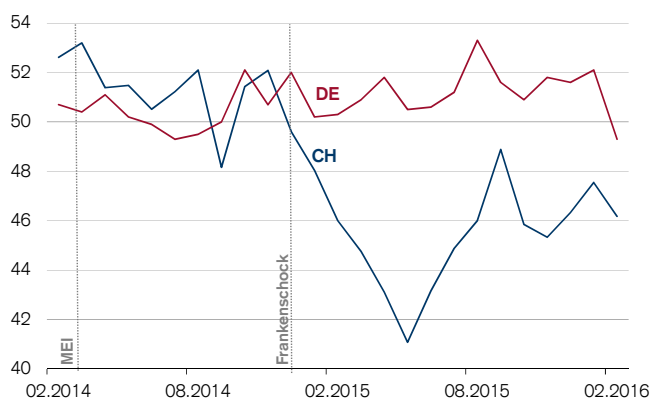
Unternehmen bauen demnach erst dann Personal ab, wenn sie ein Ereignis als unumstösslich und persistent betrachten. Der Kurswechsel der SNB wurde wohl zu Recht als eine Änderung der Rahmenbedingungen interpretiert. Tatsächlich kam das Wirtschaftswachstum danach vorübergehend zum Erliegen, eine Rezession konnte aber dank der starken Marktposition von grossen Teilen der Exportwirtschaft, der nachfolgenden Stabilisierung des Wechselkurses durch die SNB und der von der Zuwanderung und dem Tiefzinsumfeld gestützten Binnenwirtschaft verhindert werden (vgl. Seite 12: «Für KMU war der Frankenschock besonders einschneidend»). Unseren Berechnungen zufolge kostete die Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses rund CHF 10 Mrd. an Wirtschaftsleistung, und es gingen rund 10'000 Stellen verloren.

### Viele politische Entscheide mit starken Auswirkungen

Auch andere politische Entscheide der letzten Jahre hatten einen markanten Einfluss auf die Realwirtschaft. So war nach dem Inkrafttreten des Personenfreizügigkeitsabkommens mit der EU ein Paradigmenwechsel in der Zuwanderung zu erkennen. Unter anderem stieg beispielsweise der Bildungsgrad der Zuwanderer an. Nach dem Ja des Stimmvolks zur «Zweitwohnungsinitiative» im Jahr 2012 gab es zuerst einen Mini-Bauboom in den betroffenen Gemeinden, verdoppelten sich doch die Gesuche für Zweitwohnungen kurzfristig. Danach brach dort die Neubautätigkeit aber geradezu ein. Die Anzahl neu projektierte Wohnungen war 2015 sogar rund ein Drittel tiefer als vor dem Volks-Ja, und die Preise bestehender Wohnungen sinken seither (vgl. [Abb. unten rechts](#)). Auch auf die Einführung der Schuldenbremse auf Bundesebene im Jahr 2003 folgte eine unmittelbare Reaktion, wenn auch nicht seitens der Unternehmen, sondern seitens der Bundesverwaltung: Seither ist der Schuldenstand hierzulande gesunken – dies im starken Kontrast zu vielen anderen Ländern (vgl. [Abb. links, folgende Seite](#)). Wie sich der Abschluss von Freihandelsabkommen (FHA) positiv auf die Exporterlöse auswirkt, ist aus der [Abbildung unten rechts auf der folgenden Seite](#) ersichtlich. In allen diesen Beispielen zeichnet sich ein Muster ab: Je konkreter ein politischer Entscheid ist und je klarer er die Rahmenbedingungen ändert, desto stärker wirkt er sich aus. Dies untermauert die oben aufgestellte Hypothese zusätzlich, wonach Unternehmen mit dem Umsetzen konkreter Massnahmen zuwarten, bis allfällige Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit absehbar werden.

#### Beschäftigungslage in der Schweiz trübte sich nach CHF-Schock unmittelbar ein

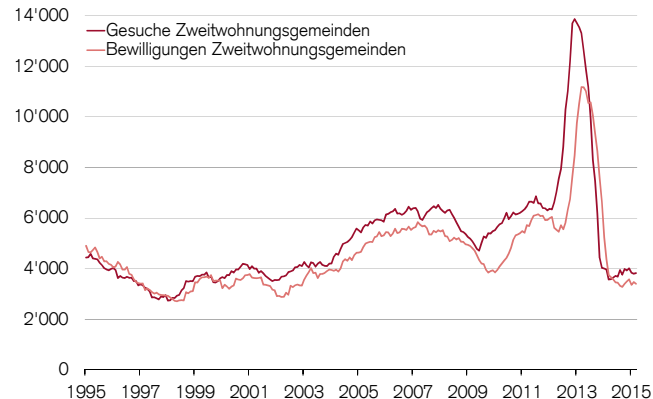
Subkomponente «Beschäftigung» der PMI-Umfrage. Werte > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Markit, Credit Suisse

#### Einbruch in Zweitwohnungsgemeinden

Anzahl Wohneinheiten, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

**«Populistische Potpourris»  
verunsichern Unternehmen  
nicht nachhaltig**

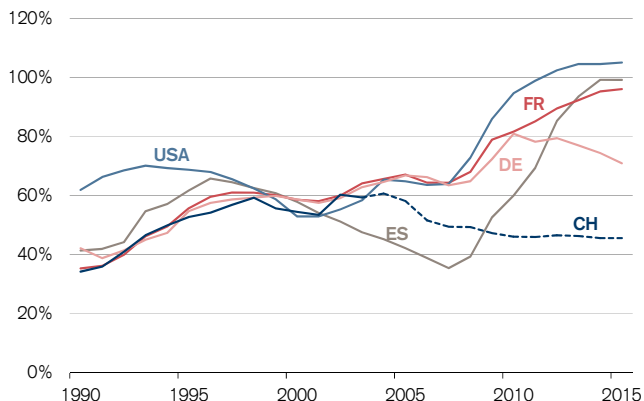
Für die Güte von Prognosen nach politischen Entscheiden ist es darum wichtig, die Einschätzung Letzterer durch die Wirtschaftsakteure zu kennen. Sich einzig auf Stimmungsindikatoren abzustützen greift zu kurz. Anders gesagt: Datengestützte Erhebungen, wie etwa der PMI-Index, und konkrete Sonderumfragen sind für Prognosen hilfreicher als Stimmungsindikatoren oder der hier vorgestellte Unsicherheitsindex. Zudem: Ist ein politischer Entscheid schwer fass- und umsetzbar sowie mit einem unklaren Zeithorizont versehen – was insbesondere bei populistischen Forderungen häufig der Fall ist –, dürfte seine Wirkung auf die Realwirtschaft gering sein, obwohl er in den Medien dominiert. Dies zumindest solange, bis er nicht doch umgesetzt wird. An Ereignissen, die in den Medien hohe Wellen schlagen könnten, die jedoch einer genauen Analyse bedürfen, wird es auch in Zukunft nicht mangeln: Der Brexit-Prozess hat eben erst begonnen, und in der Schweiz sind noch nicht alle Unsicherheiten über den bilateralen Weg ausgeräumt. Zudem steht eine Neuauflage der Unternehmenssteuerreform III vor der Tür. Auch was US-Präsident Donald Trump der Wirtschaft bringt, ist nach wie vor unklar. Immerhin: Nach Trumps Wahl gaben beinahe 100% der von uns befragten Unternehmen an, dass sie erst einmal beobachten und abwarten würden. Die Eventualplanungen dürften aber auch in diesem Fall bereitliegen, damit reagiert werden kann, falls sich die News doch nicht als «Fake» erweisen.

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

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

**Schweiz mit stabiler Schuldenentwicklung**

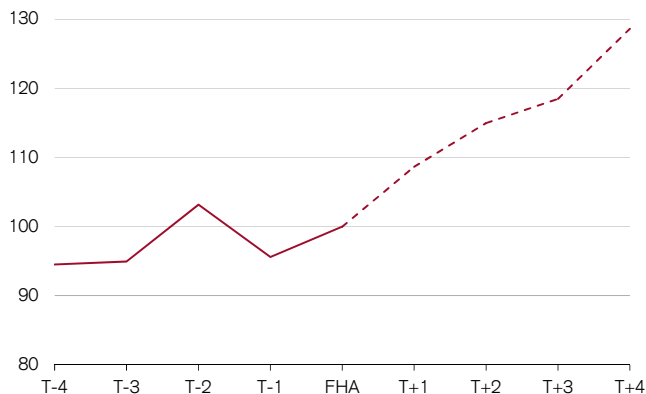
Staatsverschuldung in % des BIP, gestrichelte Linie = Schuldenbremse in Kraft



Quelle: Internationaler Währungsfond, Credit Suisse

**Starkes Exportwachstum dank Freihandelsabkommen**

Nominale Exporte aus der Schweiz in FHA-Partnerländer\* ohne EU/EFTA;  
Index: Zeitpunkt des FHA = 100, gestrichelte Linie = FHA in Kraft



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse; \*FHA, welche vor 2013 in Kraft getreten sind

## Branchen

# Für KMU war der Frankenschock besonders einschneidend

**Politische Entscheide beeinflussen die Einschätzung der Geschäftslage durch kleine und mittlere Industriebetriebe unmittelbar kaum. Vom Frankenschock des Jahres 2015 erholten sich diese hingegen weniger schnell als grosse Industrieunternehmen.**

**Politische Ereignisse führen bei kleineren Industriebetrieben kaum zu Stimmungsschwankungen**

Die Geschäftslage von Schweizer Industriebetrieben, gemessen am Indikator der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF), wird von politischen und währungspolitischen Entscheiden beeinflusst (vgl. Abb. links). Die Einschätzung der Geschäftslage schwankt dabei deutlich stärker infolge konjunktureller und wechselkursbedingter Störungen als infolge politischer Entscheide. Nach politischen Ereignissen zeigt sich nur bei grossen Unternehmen eine Reaktion: So trübte sich deren Einschätzung nach der Annahme der Masseneinwanderungsinitiative (MEI), der Ablehnung der Unternehmenssteuerreform III (USR III) und der Annahme des Brexit-Referendums jeweils ein. Diese Eintrübungen waren aber nicht besonders ausgeprägt, und sie könnten durchaus auch anderen Faktoren zuzuschreiben sein. Zudem veränderte sich die Einschätzung mittelgrosser und kleiner Unternehmen (KMU) praktisch gar nicht.

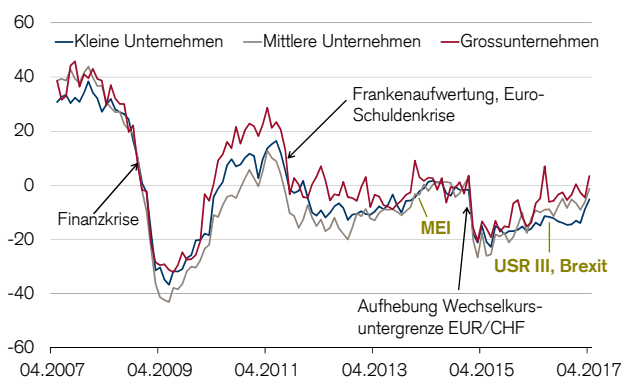
**Frankenschock von 2015 traf die Kleinen härter als die Grossen – Erholung kommt nun aber auch bei KMU an**

Ganz anders sieht es insbesondere bei einem spezifischen geldpolitischen Entscheid aus: Der Geschäftslageindikator reagierte selten so deutlich wie im Februar 2015, nachdem die Schweizerische Nationalbank ihren EUR/CHF-Mindestkurs aufgehoben hatte. Der Einbruch der beurteilten Geschäftslage fiel in allen Grössenklassen etwa ähnlich stark aus (vgl. Abb. unten rechts). Bei der Erholung vom Frankenschock lassen sich dagegen erhebliche Unterschiede feststellen. Grosse Industriebetriebe beurteilten die Geschäftslage bereits Mitte 2016 wieder fast so gut wie vor dem Frankenschock. Kleine Unternehmen bekundeten noch deutlich länger Mühe. Die Gründe für diese divergierende Entwicklung sind naheliegend: Grössere Betriebe verfügen häufiger über Produktionsstandorte im Ausland und konnten dadurch via Auslagerung den Währungsschock leichter abfedern als kleine. Hinzu kommt, dass viele kleine Industriebetriebe Zulieferer grösserer Unternehmen sind, und bei Letzteren gehörte auch die Auslagerung von Lieferantenbeziehungen zu den Massnahmen gegen den Frankenschock. Seit März 2017 hat sich die Lage jedoch auch bei kleinen Industriebetrieben spürbar aufgehellt. Die generell anziehende Weltkonjunktur scheint mehr und mehr auch bei Schweizer Industrie-KMU anzukommen.

[andreas.christen@credit-suisse.com](mailto:andreas.christen@credit-suisse.com)

## Politische Entscheide beeinflussen Stimmung kaum

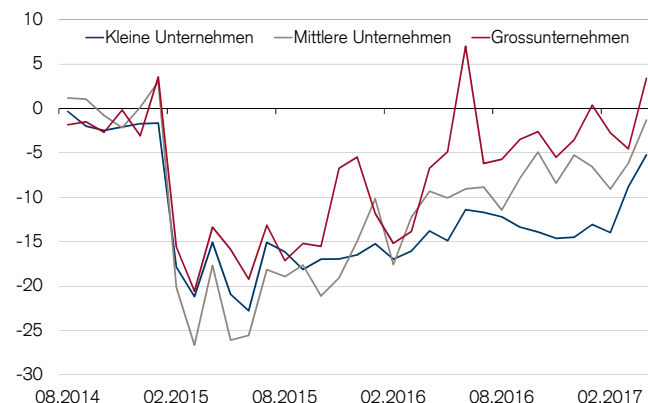
KOF-Geschäftslagenindikator Industrie: Saldi in Prozentpunkten



Quelle: KOF, Credit Suisse

## Erholung vom CHF-Schock dauerte bei KMU länger

KOF-Geschäftslagenindikator Industrie: Saldi in Prozentpunkten



Quelle: KOF, Credit Suisse

## Branchen I Monitor

### Chemisch-pharmazeutische Industrie

Im Vorjahresvergleich nahmen die Exporte der chemisch-pharmazeutischen Industrie in den ersten vier Monaten 2017 zwar kräftig zu (Pharma: +7.9%; Chemie: +1.7%), ein Grossteil dieses Wachstums dürfte aber einem Basiseffekt zu verdanken sein. Im Trend entwickelten sich die Exporte seitwärts. Die Geschäftslage wird von Pharma- und Chemieunternehmen dennoch unvermindert besser eingeschätzt als von anderen Industriebranchen. Wir erwarten daher nach wie vor, dass die Branche die Umsätze im laufenden Jahr abermals wird steigern können.

[andreas.christen@credit-suisse.com](mailto:andreas.christen@credit-suisse.com)

### Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM)

Der Maschinenbau ist die Sparte der MEM-Industrie, die sich bisher am besten vom Frankenschock erholt hat. Zwar liegen seine Umsätze noch klar unter dem Niveau von 2014, seit dem 2. Halbjahr 2016 wachsen sie aber wieder, nicht zuletzt dank Nachfrageimpulsen aus dem Ausland. Im 1. Quartal 2017 verzeichneten die Umsätze im Maschinenbau ein Plus von 5.5% gegenüber dem Vorjahr, während sie in der Metallindustrie und der Elektrotechnik noch rückläufig waren (-3.9% bzw. -3.1%). Angesichts der positiven Konjunkturaussichten für die wichtigsten Absatzmärkte rechnen wir damit, dass sich das Umsatzwachstum im Maschinenbau im weiteren Jahresverlauf fortsetzen wird.

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

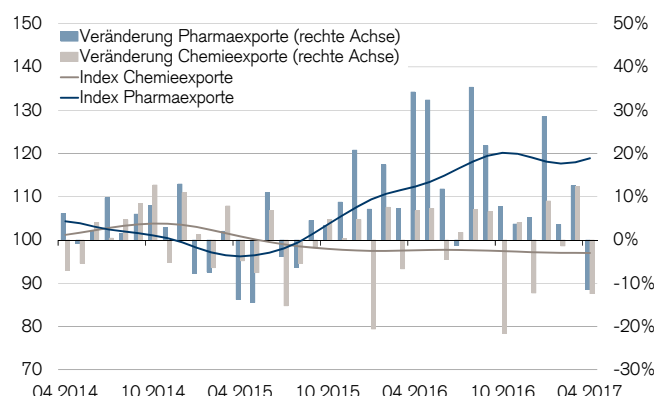
### Uhrenindustrie

Nach dem Einbruch von 2016 (-9.9% ggü. Vorjahr) lagen die Uhrenexporte in den ersten vier Monaten 2017 arbeitstagbereinigt noch 2.5% unter dem Vorjahresniveau. Auch die Entwicklung der Kapazitätsauslastung und der Arbeitslosigkeit weist auf eine Stabilisierung hin, die aktuelle Geschäftslage beurteilen die Uhrenfirmen jedoch weiterhin überwiegend als schlecht. Zur Beruhigung trug insbesondere die Trendwende auf dem chinesischen Markt bei. Auch die Exporte nach Grossbritannien nahmen im bisherigen Jahresverlauf stark zu. In den meisten anderen Märkten bleibt die Lage aber angespannt, weshalb wir für 2017 insgesamt kein namhaftes Wachstum der Uhrenexporte erwarten.

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

### Exportdynamik flacht Anfang 2017 ab

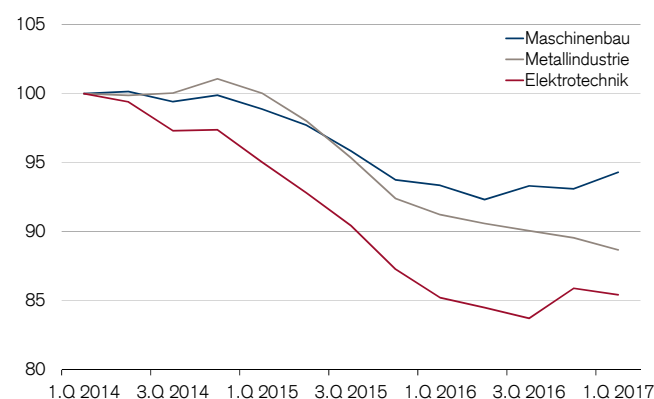
Exporte: Trend, Index Januar 2014 = 100; Veränderung zum Vorjahr in %



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

### Umsätze erholen sich in erster Linie im Maschinenbau

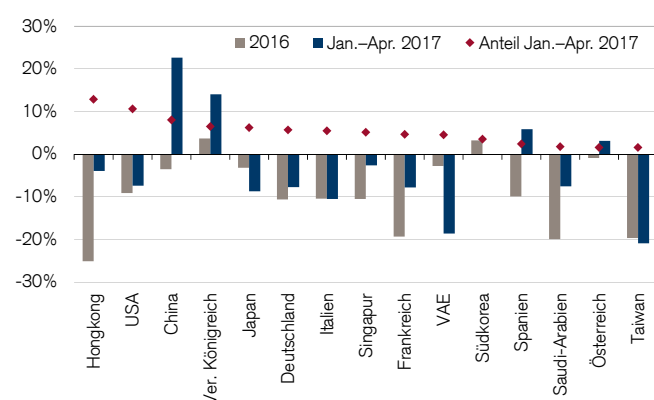
Umsatz, 4-Quartals-Durchschnitt, Index: 1. Quartal 2014 = 100



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

### Uhrenexporte nach China nehmen wieder zu

Nominale Exporte, arbeitstagbereinigt, Veränderung zum Vorjahr in %; Anteil in %



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Detailhandel

Dank des sehr milden Wetters im Februar und März 2017 hat sich die bis dato harzige Erholung im Detailhandel im 1. Quartal kurzfristig beschleunigt. Am meisten konnten die Segmente Do-it-yourself und Bekleidung/Schuhe vom Wetterglück profitieren, obwohl letzteres Segment immer noch nominale Umsatzrückgänge hinnehmen musste (-2.1% im 1. Quartal 2017 ggü. Vorjahr). Derweil stagnierte die Food-Sparte, sie wird aber voraussichtlich im Jahresverlauf wieder leicht wachsen können. Trotz solider Konjunktur bleibt die Lage im Non-Food-Segment aufgrund der strukturellen Verschiebung in den (teils) ausländischen Onlinehandel angespannt.

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

## Tourismus

Eine zu weiten Teilen schneearme Wintersaison verzögert die Erholung im Schweizer Gastgewerbe, die Mitte 2016 eingesetzt hat. Nach einem positiven Herbst (+1.9% Sept. – Okt. 2016 ggü. Vorjahr) verharrten die Logiernächte zwischen November 2016 und Februar 2017 auf dem Vorjahresniveau. Trotz Erholungstendenz beurteilt die Mehrheit der Hoteliers die Geschäftslage noch als negativ. Dabei sticht insbesondere die Einschätzung der kleinen Betriebe ins Auge, wo sich die Stimmung seit drei Jahren konstant verschlechtert. Aufgrund der Konjunktur und der verbesserten Währungssituation erwarten wir für 2017 ein leichtes Plus der Übernachtungszahlen.

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

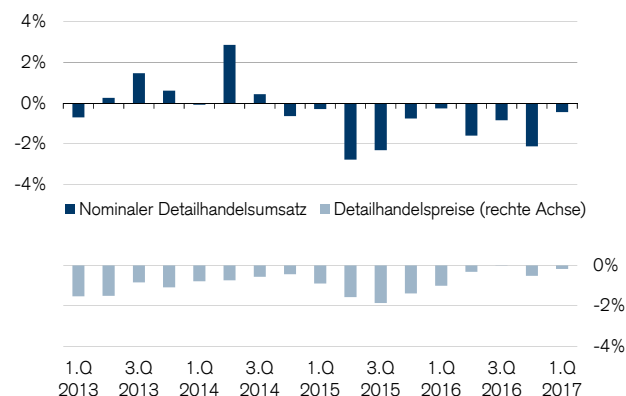
## Energieversorgung

Obwohl die Schweizer Stromnachfrage praktisch stabil blieb, sank die inländische Produktion 2016 um über 6%. Folglich resultierte der erste Stromimportüberschuss seit 2011. Zum Produktionsrückgang trugen unter anderem ausserordentliche AKW-Stillstände (Beznau I, Leibstadt) sowie zeitweise unterdurchschnittliche Wasserstände bei. Belastend wirkten sich zudem die Stromgrosshandelspreise aus, die im Jahresverlauf 2016 rekordtiefe Niveaus erreichten. Seit dem Herbst 2016 steigen die Grosshandelspreise jedoch wieder, dies nicht zuletzt infolge von Ausfällen bei schweizerischen und französischen Atomkraftwerken.

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

## Harzige Erholung im Detailhandel

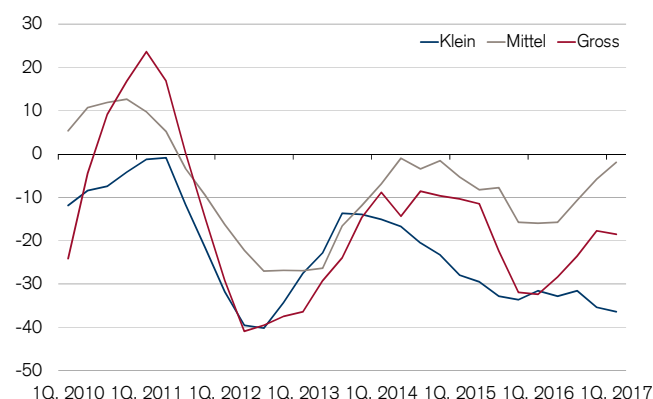
Detailhandelspreisindex, 12-Monats-Durchschnitt;  
Nominale Umsätze, Veränderung ggü. Vorjahresquartal, in %



Quelle: GfK, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Kleine Hotels werden immer pessimistischer

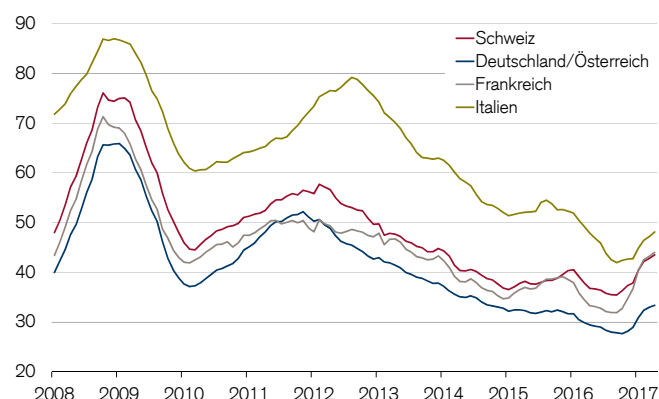
Beherbergung: Beurteilung der aktuellen Geschäftslage nach Betriebsgrösse, Saldo «gut/schlecht» in Prozentpunkten\*



Quelle: KOF ETH, Credit Suisse, \*4-Quartals-Durchschnitt

## Trendwende bei den Stromgrosshandelspreisen

Spotmarktpreise für Grundlaststrom in EUR/MWh, 12-Monats-Durchschnitt



Quelle: European Energy Exchange, Gestore Mercati Energetici, Credit Suisse

## Geldpolitik

## Zurück zum Fundamentalen

Die Schweizer Geldpolitik wurde jüngst durch globale politische Ereignisse bestimmt. Eine Stabilisierung an der politischen Front sollte jedoch dazu beitragen, dass Inflation und Wirtschaftswachstum wieder vermehrt in den Mittelpunkt rücken.

### Höhere politische Unsicherheit erhöhte Notwendigkeit von Fremdwährungskäufen

Seit Februar 2015 hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) schätzungsweise rund CHF 143 Mrd. (22% des BIP 2016) für Devisenmarktinterventionen aufgewendet. Wie aus der **Abbildung unten links** ersichtlich, konzentrierten sich die SNB-Interventionen auf Phasen mit markant erhöhter Unsicherheit wie z.B. 1) griechisches Referendum über die Kreditfazilität der Europäischen Union, 2) deutlicher Einbruch an den Aktien- und Rohstoffmärkten, 3) Brexit-Abstimmung, 4) US-Präsidentenwahlen und 5) Präsidentenwahlen in Frankreich. Dies impliziert, dass die Toleranz der SNB für tiefere EUR/CHF-Kurse beschränkt ist, wenn die politischen Risiken oder die allgemeine Unsicherheit steigen. Zudem scheint die SNB bereit, in grossem Stil Fremdwährungen zu kaufen, sobald sich schnell Aufwertungsdruck auf den CHF aufbaut.

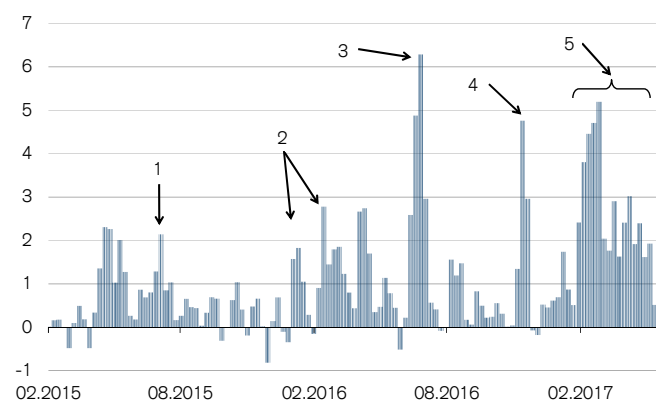
### Inflationsprognose der SNB signalisiert noch keine geldpolitische Straffung

Seit dem Sieg Emmanuel Macrons in Frankreich hat die politische Unsicherheit in Europa nachgelassen, und mit ihr auch der Aufwertungsdruck auf den CHF. Die SNB wird deshalb ihre Fremdwährungskäufe kaum gänzlich einstellen, diese jedoch deutlich zurückfahren, solange die politische Stabilisierung in Europa andauert. Dabei würde die SNB eine moderate EUR/CHF-Abwertung wohl bereitwilliger dulden, wenn der damit einhergehende CHF-Aufwertungsdruck statt auf politische Risiken auf eine Wachstumsbeschleunigung und einen Inflationsanstieg in der Schweiz zurückzuführen wäre. Derweil deuten die Konjunkturdaten darauf hin, dass es für eine straffere Geldpolitik noch zu früh ist. Die Wirtschaft hat sich zwar erholt, der verhaltene Inflationsdruck rechtfertigt aber eine weiterhin lockere Geldpolitik. Im Dezember 2013 hatten wir an dieser Stelle gezeigt, dass die SNB ihren Leitzins jeweils dann erhöhte, wenn der Einkaufsmanagerindex (PMI) bei oder über 55.9 Punkten notierte und die am stärksten zukunftsgerichtete SNB-Inflationsprognose bei oder über 1.75% stand. Diese einfache Regel berücksichtigt indes den Wechselkurs nicht und vermochte folglich die Zinsentscheide seit 2010 nicht vorauszusagen. Wir glauben dennoch, dass die SNB-Inflationsprognosen ein nützlicher Indikator für die künftige Geldpolitik sind. Für das 4. Quartal 2019 veranschlagt die SNB zurzeit eine Inflation von 1.4%. Wir erachten die Wahrscheinlichkeit einer geldpolitischen Straffung daher kurz- und mittelfristig als äusserst beschränkt. Wenn die Inflationsprognosen jedoch kontinuierlich erhöht würden, würde wohl auch die Geldpolitik weniger expansiv.

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

### Fremdwährungskäufe und politische Ereignisse

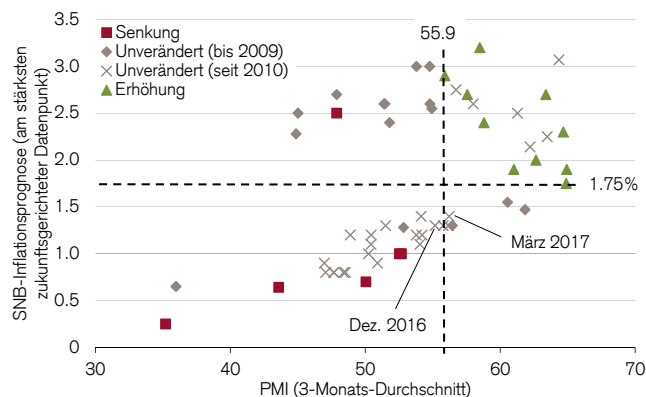
Geschätzte wöchentliche Devisenmarktinterventionen durch die SNB, in CHF Mrd.



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

### Leitzinsentscheidungen der SNB

Leitzinsentscheidungen relativ zum PMI und zu SNB-Inflationsprognosen



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Datastream, Credit Suisse

## Geldpolitik I Monitor

### Realer effektiver Wechselkurs (REER)

Der reale effektive Wechselkurs des CHF (d.h. der handelsgewichtete, inflationsbereinigte Wechselkurs) hat auf jenen Durchschnitt nachgegeben, der zwischen September 2011 und Januar 2015 verzeichnet wurde, als die SNB ihren Mindestkurs durchsetzte. Vor diesem Hintergrund dürfte es für die SNB zunehmend schwieriger werden, den CHF bei den aktuellen Notierungen als «deutlich überbewertet» zu bezeichnen, wie sie dies derzeit noch tut. In der Zeit des Mindestkurses hatte sie den CHF als «hoch bewertet» eingestuft, was unseres Erachtens eine zurückhaltendere Aussage war.

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

### Fremdwährungsreserven

Im 1. Quartal 2017 reduzierte die SNB die EUR-Allokation im Rahmen ihrer Fremdwährungsreserven auf 40.3% (inkl. Derivate), nachdem diese im 4. Quartal 2016 noch 42.3% betragen hatte. Dies ist der niedrigste EUR-Anteil seit 1999. Im Gegenzug wurde die USD-Allokation auf 35.0% (von 33.4% im 4. Quartal 2016) und damit auf den höchsten Wert seit 2003 erhöht. Die Allokation in übrige Währungen wurde nicht substantiell angepasst: 7.9% in JPY, 6.7% in GBP, 2.8% in CAD und 7.3% in andere Währungen (vor allem AUD, CNY, HKD, DKK, KRW, SEK und SGD).

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

### Negativer Einlagensatz

Die SNB belastet den negativen Einlagensatz von  $-0.75\%$  nur auf diejenigen (bei der SNB gehaltenen) Reserven von Geschäftsbanken, welche die Mindestreserveanforderungen um das 20-Fache übersteigen. Da die Mindestreserveanforderungen von ausgewählten Bankverbindlichkeiten (insbesondere von Kundeneinlagen) abhängen, muss ein Institut mit grossem Retail-Kundengeschäft höhere Mindestreserven halten, weshalb auch sein Freibetrag für seine eigenen Guthaben bei der SNB höher ausfällt. Im Gegensatz dazu müssen Banken mit kleinem Retail-Kundengeschäft weniger Mindestreserven halten und haben einen dementsprechend tieferen Freibetrag. Folglich sind ihre Überschussreserven, die mit Negativzinsen belastet werden, anteilmässig hoch.

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

### Weniger teurer CHF

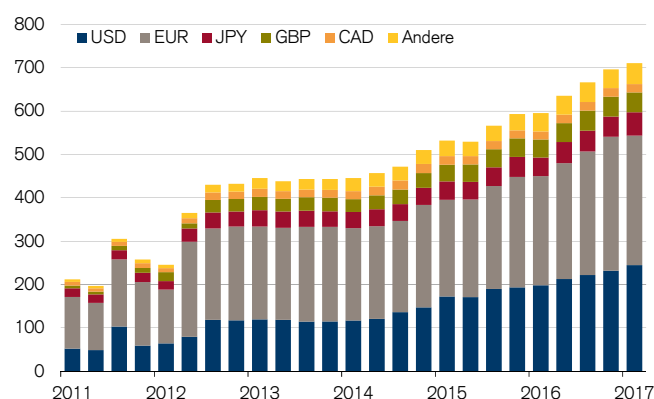
Index (1. Januar 2001 = 100)



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

### Weniger EUR, mehr USD

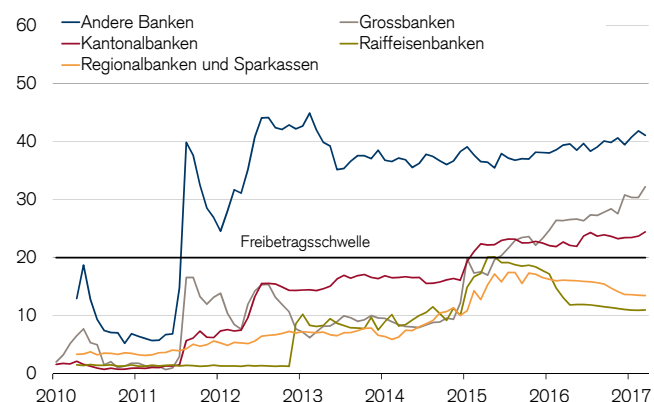
In CHF Mrd.



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

### Nicht alle Bankengruppen gleichermassen betroffen

Verhältnis von Bankeinlagen und Mindestreserveanforderungen



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse. Die Schätzungen basieren auf unserer eigenen Berechnung der erforderlichen Mindestreserven und sind für gewisse Bankgruppen mit hoher Unsicherheit behaftet.



## Wirtschaftspolitik

# Volksinitiativen als Wahlkampfinstrumente

Seit 2010 stimmen wir jährlich über mehr als fünf Volksinitiativen ab. Der Erfolg eines Vorstosses lässt sich derweil nicht nur am Abstimmungsresultat selbst messen.

**Volksinitiativen dienen oft als Druckmittel, Denkanstoss oder Wahlkampfmittel**

Mit der Volksinitiative steht der Schweizer Stimmbevölkerung ein Instrument zur Anpassung der Bundesverfassung zur Verfügung. Die Nutzung der Volksinitiative geht aber weit über diese Funktion hinaus. So werden Initiativen auch mit der Absicht lanciert, Bundesrat und Parlament zu einem Gegenvorschlag zu bewegen. Des Weiteren fungieren Initiativen als Denkanstösse für gesellschaftliche und politische Diskussionen oder dienen Parteien als Wahlkampfmittel.

**Die Anzahl Volksvorstösse wächst seit Jahrzehnten stark**

In den letzten Jahrzehnten hat die Anzahl zur Abstimmung vorgelegter Volksinitiativen stark zugenommen (vgl. Abb.). In den 1970er- und 1980er-Jahren gelangten im Durchschnitt zweieinhalb Volksinitiativen pro Jahr an die Urne. In den 1990er-Jahren und insbesondere nach der Jahrtausendwende stieg diese Zahl an. Zwischen 2000 und 2009 waren es jährlich bereits mehr als vier, und seit 2010 stimmt die Bevölkerung über mehr als fünf Volksvorstösse pro Jahr ab.

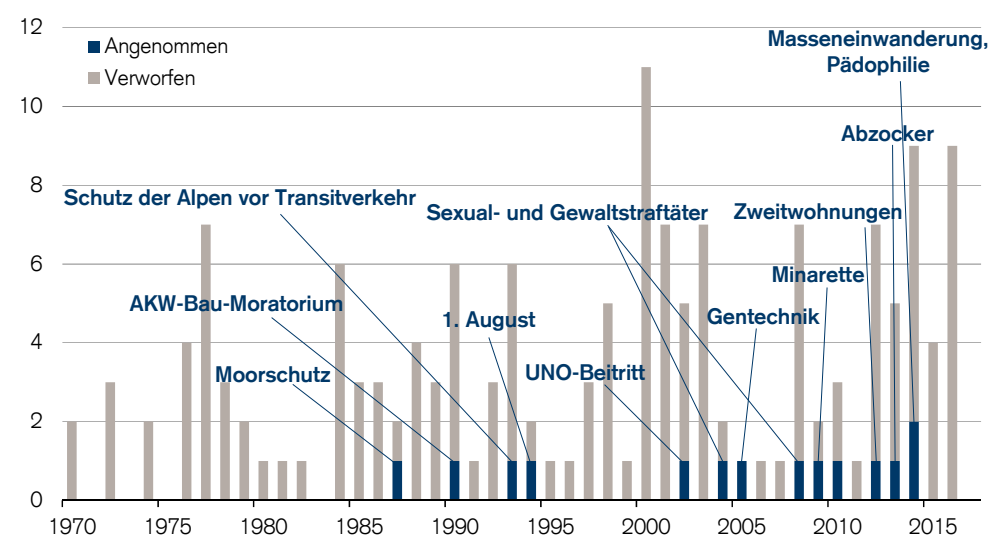
**Das Abstimmungsresultat bestimmt nicht alleine über den Erfolg einer Initiative**

Dass heute mehr denn je auf dieses Instrument der direkten Demokratie gesetzt wird, könnte als Anzeichen dafür interpretiert werden, dass die Bevölkerung vermehrt in wichtige politische Themen eingebunden sein möchte. Vielmehr scheinen jedoch Parteien mit Volksinitiativen ein Mittel für sich entdeckt zu haben, um besonders im Vorfeld von Wahljahren für sich und ihr Parteiprogramm Werbung zu machen. Im Jahr vor und während der eidgenössischen Wahlen werden denn auch deutlich mehr Initiativen lanciert als in den Zwischenperioden. Dass Volksinitiativen häufiger von Parteien ausgehen, hat Konsequenzen für deren Durchsetzbarkeit. Für eine Partei ist nämlich der politische Erfolg einer Initiative nicht unbedingt an deren Annahme gebunden. Folglich besteht ein Anreiz, den Initiativtext extremer auszugestalten als dies der Fall wäre, wenn beispielsweise ein Verband mit einer Initiative für ein Partikularinteresse einsteht und nur im Fall einer Annahme als Gewinner vom Platz geht. Die Annahme einer ursprünglich zu Werbezwecken lancierten Initiative kann Wirtschaft und Gesellschaft allerdings vor grosse Herausforderungen stellen.

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

## Die Anzahl Volksvorstösse nimmt seit Jahrzehnten stark zu

Anzahl Volksinitiativen, über die abgestimmt wurde, 1970 – 2016



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Anlegen

# Unzufriedene Gesellschaften – Supertrend mit Anlagechancen

Die fünf Credit Suisse Supertrends sind langfristige Themen, die attraktive Anlagegelegenheiten bieten. Einer davon ist die wachsende Unzufriedenheit der westlichen Gesellschaften und die sich daraus ergebende Tendenz hin zu einer multipolaren Welt.

## Die westliche Mittelschicht fühlt sich benachteiligt, ...

Der westliche Mittelstand ist desillusioniert. Dies hat zu einer gesellschaftlichen Ernüchterung geführt, die den derzeitigen politischen Wandel in den Industrieländern antreibt. In Grossbritannien stimmte die Mehrheit der Wähler für den Austritt aus der Europäischen Union (EU). In den USA wurde ein politischer Aussenseiter zum Präsidenten gewählt, der mit politischen Traditionen brechen will. Und in der Eurozone gibt es ein hohes Mass an Unterstützung für Politiker, welche die Währungsunion infrage stellen und teilweise äusserst nationalistisches Gedankengut repräsentieren.

## ... unter anderem aufgrund eines wirtschaftlichen Bedeutungsverlusts

Die Unzufriedenheit fusst auch auf wirtschaftlichen Faktoren: So haben die Jahre der Globalisierung zwar die Ungleichheiten zwischen den Ländern verringert, die Ungleichheiten innerhalb der Länder aber verstärkt. Viele Haushalte der Mittelschicht in Europa und den USA befinden sich seit der Finanzkrise 2009 in einer schlechteren Lage. Die lange Zeit beharrlich hohen Arbeitslosenquoten und stagnierenden Löhne forderten bei diesen den grössten Tribut. Gleichzeitig manifestierte sich eine zunehmende Frustration über die angebliche Unfähigkeit der politischen Elite, die wesentlichen Probleme anzugehen. Sorgen bereiteten beispielsweise der scheinbar unkontrollierte Zuwanderungsstrom und die Zunahme des Terrorismus.

## Schwerpunkt auf heimische Marktführer und Marken

Die Auswirkungen des angestossenen politischen Wandels dürften in den kommenden Jahren zunehmend sichtbar werden. Die Regierungen dürften vermehrt darauf abzielen, die Mittelschicht zu besänftigen, indem sie mehr Arbeitsplätze schaffen, für Lohnerhöhungen sorgen und Branchen, die für Stellenabbau verantwortlich gemacht werden, stärker regulieren oder besteuern. Branchen mit einer hohen Zahl inländischer Arbeitskräfte dürften entsprechend davon profitieren. Gleichzeitig wird wohl mehr in die nationale Sicherheit und Verteidigung investiert werden – ebenfalls Themen, die dem Mittelstand wichtig sind. Dies dürfte die Aufmerksamkeit der Investoren auf einheimische Marktführer (sogenannte «nationale Champions», meist Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe, der IT-Fertigung und dem Bauwesen sowie Telekomausrüster) und auf Firmen aus dem Bereich Verteidigung und Sicherheit lenken. Hier werden sich unseres Erachtens über mehrere Jahre hinweg Anlagechancen ergeben.

[burkhard.varnholt@credit-suisse.com](mailto:burkhard.varnholt@credit-suisse.com)

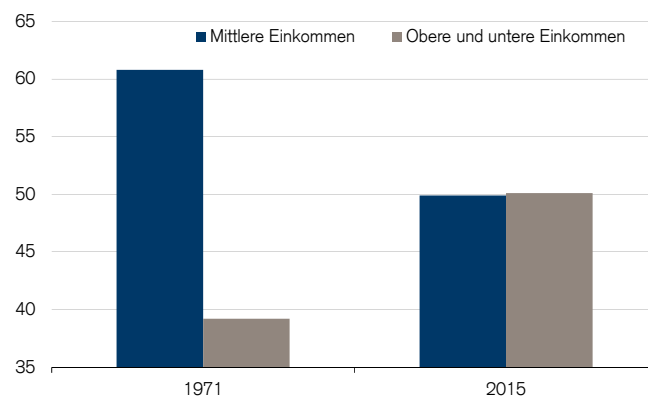
### Die fünf Credit Suisse Supertrends



Quelle Credit Suisse

### Mittelschicht der USA stellt keine Mehrheit mehr dar

Anteil an Erwachsenenbevölkerung in %



Quelle: PEW Research, Credit Suisse

## Immobilien | Monitor

### Hypothekarvolumen Privathaushalte

Trotz immer noch sehr tiefen Hypothekarzinsen können sich Haushalte wegen des hohen Preisniveaus und der hohen finanziellen Anforderungen bei der Hypothekarkreditvergabe zunehmend kein Wohneigentum mehr leisten. Dies führt zu einer anhaltenden Dämpfung der zusätzlichen Nachfrage nach Wohneigentum, was sich in der Entwicklung des Hypothekarvolumens widerspiegelt. Aktuell liegt das Wachstum des Hypothekarvolumens der privaten Haushalte im Vergleich zum Vorjahr bei 2.6%. Der Rückgang des Wachstums hat sich in den letzten Monaten aber zunehmend verlangsamt.

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

### Projektierung von Wohneigentum

Die Bautätigkeit bei Wohneigentum schwächt sich weiter ab. In den letzten zwölf Monaten wurden Baubewilligungen für noch knapp 14'000 Eigentumswohnungen (EWG) und 7'700 Einfamilienhäuser (EFH) erteilt. Im Vergleich zum Vorjahr entspricht dies einem Minus von 15.5% (EWG) respektive 1.9% (EFH). Die Abschwächung fällt in den Zentren am stärksten aus. Aber auch ausserhalb der Hochpreisregionen zeigt sich vielerorts eine Abkühlung. Trotz dieses Rückgangs bleibt die Ausweitung bei Wohneigentum im historischen Kontext aber auf durchschnittlichem Niveau. Es muss also eher von einer Normalisierung als von einem Einbruch der Bautätigkeit gesprochen werden.

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

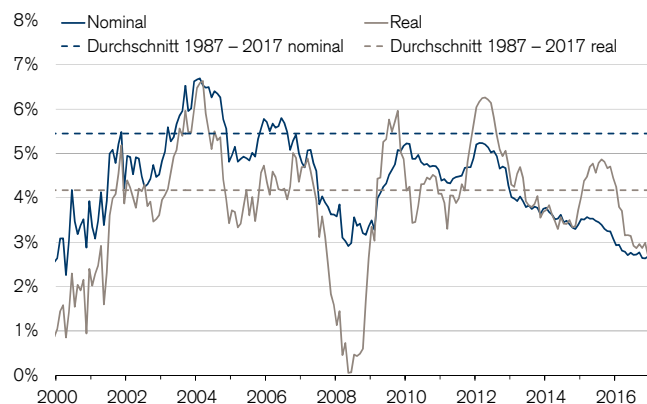
### Mietwohnungen

Die seit Jahren andauernde Phase steigender Mieten ist im vergangenen Jahr zu Ende gegangen. Der Rückgang der Zuwanderung und die hohe Bautätigkeit haben dazu geführt, dass Wohnungssuchende an Marktmacht gewonnen haben. Am deutlichsten zeigt sich dies bei den Angebotsmieten, die im 1. Quartal 2017 0.7% unter dem Niveau des Vorjahresquartals lagen. Mit der am 1. Juni kommunizierten Senkung des Referenzzinssatzes von 1.75% auf 1.50% dürfte spätestens gegen Jahresende auch der Anstieg der Bestandsmieten wieder nachlassen.

[fabian.waltert@credit-suisse.com](mailto:fabian.waltert@credit-suisse.com)

### Wenig Wachstumsdynamik beim Hypothekarvolumen

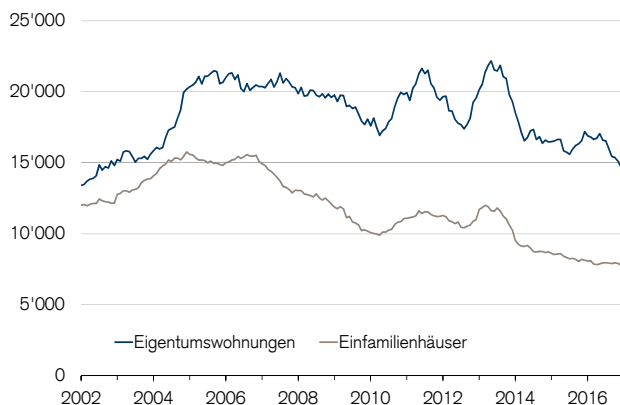
Wachstum Hypothekarvolumen im Vergleich zum Vorjahresmonat in %



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

### Normalisierung der Bautätigkeit

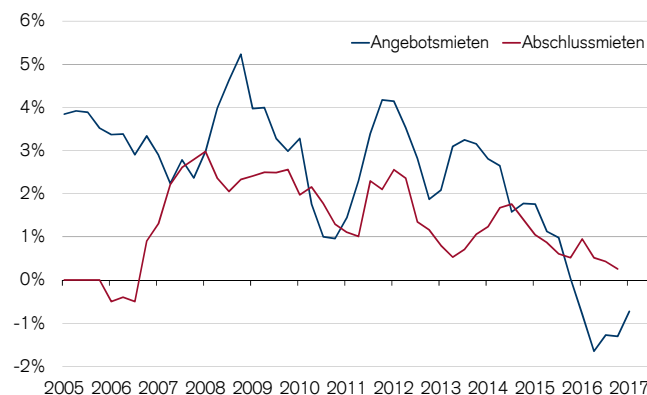
Baubewilligungen, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

### Ära der steigenden Mieten beendet

Jahreswachstum (nominal)



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

## Credit Suisse Vorlaufindikatoren

### Purchasing Managers' Index (PMI)

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

### Credit Suisse Exportbarometer

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

### 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: den Finanzmarkttest Schweiz<sup>1</sup>. Die Analysten werden nicht nur nach ihrer Einschätzung zur aktuellen und zukünftigen konjunkturellen Lage und zur Inflationsrate gefragt, sondern auch um ihre Einschätzungen hinsichtlich Finanzmarktthemen wie der Aktienmarktentwicklung oder der Zinsprognosen gebeten. Der eigentliche CS CFA Society Switzerland Indikator stellt den Saldo der Erwartungen bezüglich des Verlaufs der Schweizer Konjunktur in den kommenden sechs Monaten dar.

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

### Industriekonjunktur

Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

### Exporte

In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

### Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



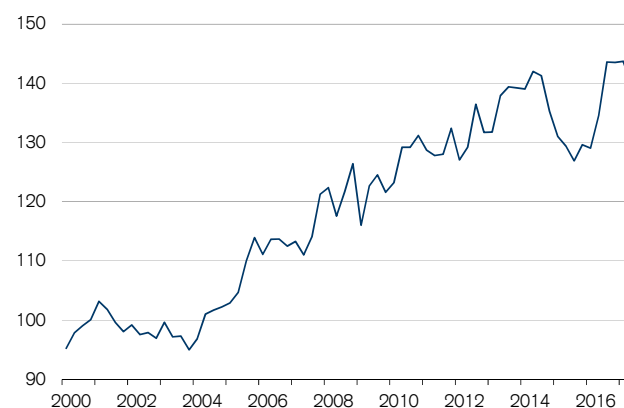
Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

## Bauindex Schweiz

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

## Baukonjunktur

1. Quartal 1996 = 100



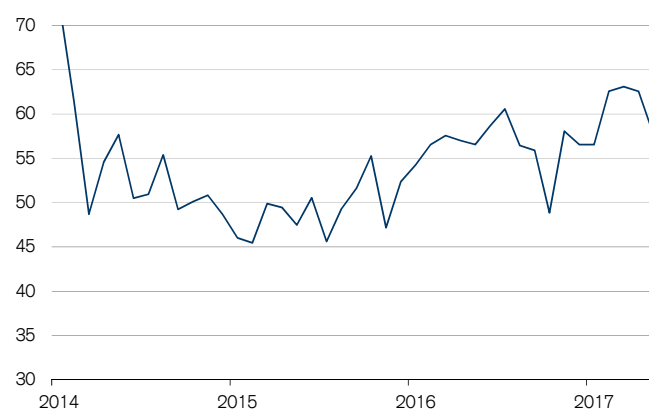
Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

## Dienstleistungs-PMI

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

## Konjunktur Dienstleistungssektor

Service Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



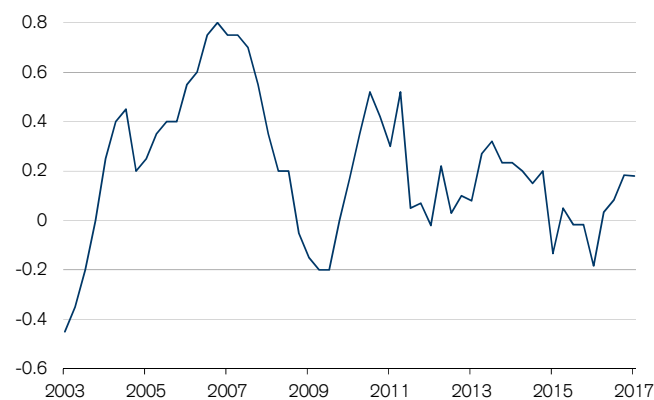
Quelle: procure.ch, Credit Suisse

## Blue Book Index

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

## Quantitative Übersetzung des SNB-Quartalshefts

Normierter Index von -1 bis +1



Quelle: Credit Suisse

## Prognosen und Indikatoren

### Prognosen für die Schweizer Wirtschaft

|                                      | 2017P      | 2017P      | 2017P      | 2017P      | 2018P      | 2018P      | 2018P      | 2018P      | 2017P | 2018P |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------|-------|
|                                      | 1. Quartal | 2. Quartal | 3. Quartal | 4. Quartal | 1. Quartal | 2. Quartal | 3. Quartal | 4. Quartal |       |       |
| BIP (YoY, in %)                      | 1.1        | 1.1        | 1.6        | 2.0        | 2.2        | 2.0        | 1.5        | 1.1        | 1.5   | 1.7   |
| Privater Konsum                      | 1.4        | 1.5        | 1.6        | 0.8        | 1.5        | 1.5        | 1.5        | 1.5        | 1.3   | 1.5   |
| Staatskonsum                         | 1.9        | 1.5        | 2.0        | 1.7        | 1.8        | 1.8        | 1.8        | 1.8        | 1.8   | 1.8   |
| Bruttoanlageinvestitionen            | 1.2        | 1.6        | 1.6        | 3.2        | 2.5        | 2.3        | 2.3        | 2.3        | 1.9   | 2.4   |
| Bauinvestitionen                     | -0.1       | 1.0        | 1.1        | 1.8        | 1.5        | 1.5        | 1.5        | 1.5        | 1.0   | 1.5   |
| Ausrüstungsinvestitionen             | 2.0        | 2.0        | 2.0        | 4.0        | 2.8        | 2.8        | 2.8        | 2.8        | 2.5   | 2.8   |
| Exporte (Güter und Dienstleistungen) | 6.1        | 3.0        | 4.0        | 5.0        | 4.0        | 4.0        | 4.0        | 4.0        | 4.5   | 4.0   |
| Importe (Güter und Dienstleistungen) | 1.0        | 1.6        | 2.2        | 5.0        | 3.5        | 3.5        | 3.5        | 3.5        | 2.5   | 3.5   |
| Inflation (in %)                     | 0.5        | 0.3        | 0.4        | 0.8        | 0.6        | 0.5        | 0.4        | 0.3        | 0.5   | 0.5   |
| Arbeitslosigkeit (in %)              | 3.3        | 3.3        | 3.3        | 3.2        | 3.2        | 3.1        | 3.1        | 3.1        | 3.3   | 3.1   |
| Beschäftigung in VZÄ (YoY, in %)     | 0.2        | 0.3        | 0.3        | 0.3        | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 0.5        | 0.3   | 0.5   |
| Nettozuwanderung (in Tsd.)           |            |            |            |            |            |            |            |            | 60    |       |
| Nominallohnwachstum (YoY, in %)      |            |            |            |            |            |            |            |            | 0.5   |       |
| Leistungsbilanz (in % vom BIP)       |            |            |            |            |            |            |            |            | 9.8   |       |
| Staatsbudgetsaldo (in % vom BIP)     |            |            |            |            |            |            |            |            | 0.0   |       |
| Schuldenquote (in % vom BIP)         |            |            |            |            |            |            |            |            | 45.0  |       |

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

### Prognosen für die Weltwirtschaft

| Prognosen       | Prognosen          |      |           |      | Struktur    |             | Bedeutung für die Schweiz |              |
|-----------------|--------------------|------|-----------|------|-------------|-------------|---------------------------|--------------|
|                 | BIP                |      | Inflation |      | Bevölkerung | BIP         | Exportanteil              | Importanteil |
|                 | Ggü. Vorjahr, in % |      |           |      | In Mio.     | In USD Mrd. | In %                      | In %         |
|                 | 2017               | 2018 | 2017      | 2018 | 2015        | 2015        | 2016                      | 2016         |
| Welt            | 3.5                | 3.6  | 3.0       | 2.8  | 7'222       | 73'171      | 100                       | 100          |
| USA             | 2.0                | 2.3  | 2.3       | 2.3  | 322         | 17'947      | 14.9                      | 8.0          |
| Eurozone        | 1.7                | 1.5  | 1.6       | 1.6  | 333         | 11'540      | 44.4                      | 63.5         |
| Deutschland     | 1.6                | 1.6  | 1.7       | 1.7  | 82          | 3'358       | 18.8                      | 27.8         |
| Frankreich      | 1.4                | 1.6  | 1.4       | 1.5  | 64          | 2'421       | 6.6                       | 7.8          |
| Italien         | 0.8                | 0.8  | 1.4       | 1.4  | 61          | 1'815       | 6.0                       | 9.6          |
| Grossbritannien | 1.7                | 1.5  | 2.5       | 2.3  | 65          | 2'848       | 5.4                       | 3.7          |
| Japan           | 1.2                | 1.0  | 0.6       | 0.6  | 127         | 4'123       | 3.5                       | 1.7          |
| China           | 6.7                | 6.4  | 2.0       | 2.2  | 1'375       | 10'982      | 4.7                       | 7.1          |

Quelle: Datastream, IMF, Credit Suisse

### Zinsen und geldpolitische Angaben

|   | Aktuell         | 3M              | 12M             |                               | Aktuell | Vormonat | Vorjahr |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------------------|---------|----------|---------|
| 3M-Libor (in %)                           | -0.73           | -0.9 bis -0.7   | -0.9 bis -0.7   | Geldmenge M0 (Mrd. CHF)       | 555.8   | 547.9    | 495.5   |
| SNB-Zielband (in %)                       | -1.25 bis -0.25 | -1.25 bis -0.25 | -1.25 bis -0.25 | Geldmenge M1 (% ggü. Vorjahr) | 5.3     | 5.3      | 1.0     |
| Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (in %) | -0.17           | -0.1 bis 0.1    | 0.1 bis 0.3     | Geldmenge M2 (% ggü. Vorjahr) | 3.5     | 3.3      | 2.7     |
|   |                 |                 |                 | Geldmenge M3 (% ggü. Vorjahr) | 3.0     | 3.0      | 2.3     |
|   |                 |                 |                 | Devisenreserven (CHF Mrd.)    | 730.1   | 710.5    | 616.1   |

Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

# Risikowarnung

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

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

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

## Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine 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 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 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, Portfolioverteilung und Wertentwicklung können nach Ihrer persönlichen Situation und Risikotoleranz erheblich davon abweichen. Meinungen und Ansichten der Anlagestrategen können sich von denen anderer CS-Departments unterscheiden. Ansichten der Anlagestrategen können sich jederzeit ohne Ankündigung oder Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

Gelegentlich beziehen sich Anlagestrategen auf zuvor veröffentlichte Research-Artikel, einschl. Empfehlungen und Rating-Änderungen, die in Listenform zusammengestellt werden. Alle Research-Beiträge und -Berichte, die Empfehlungen und Rating-Änderungen 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 von Credit Suisse Investment Banking beurteilten Unternehmen, die in diesem Bericht erwähnt wurden, finden Sie auf der Seite «Disclosure» der Investment Banking Division unter folgender Adresse:

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

Weitere Informationen 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 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:

<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-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.

### 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. CSSB über-

nimmt 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; INF010970631) 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



(Luxemburg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Österreich:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. Die Bank ist eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., ein ordnungsgemäss zugelassenes Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Sie unterliegt ferner der finanzmarkt-rechtlichen 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. 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 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 REGULIERUNGS-VORSCHRIFTEN 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

## Weitere Publikationen der Credit Suisse



### Pensionskassenstudie 2017

Zum vierten Mal analysiert die Credit Suisse die Schweizer Pensionskassenlandschaft. Die Studie basiert unter anderem auf einer gross angelegten Umfrage bei knapp 200 Pensionskassen zu den aktuellen Herausforderungen der 2. Säule.

Erschienen am 2. Mai 2017



### Perspektiven regionaler Wirtschaftsräume: Kanton St. Gallen und beide Appenzell

Die Regionalstudie befasst sich mit aktuellen Themen zur Wirtschaft der Ostschweizer Kantone St. Gallen, Appenzell Innerrhoden und Appenzell Ausserrhoden.

Erschienen am 30. Mai 2017



### Immobilienmonitor 2. Quartal 2017

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

Erschienen am 8. Juni 2017



### Erfolgsfaktoren für Schweizer KMU 2017

Die jährliche Studie befragt die Schweizer KMU zu ihren Erfolgsfaktoren am Standort Schweiz. Der diesjährige thematische Fokus liegt auf dem Arbeitsmarkt und der Bedeutung des Fachkräftemangels für Schweizer KMU.

24. August 2017

## Der nächste Monitor Schweiz erscheint am 19. September 2017

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