

# Zeit des starken Wachstums auch in der Schweiz vorbei

Monitor Schweiz | März 2019

Konjunktur Schweiz  
**Schweizer Wirtschaft dürfte  
2019 um 1.5% wachsen**

Seite 6

Fokus  
**Ein Wachstumseinbruch in China  
würde die Schweiz vor allem  
indirekt treffen**

Seite 10

Geldpolitik  
**Leitzinserhöhung nicht vor 2020**

Seite 14

# Impressum

---

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

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

Dr. Oliver Adler  
Chefökonom, CIO Office Schweiz  
+41 44 333 09 61  
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**

13. März 2019

## **Copyright**

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.  
Copyright © 2019 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

## **Mitwirkung**

Ewelina Krankowska  
Christine Mumenthaler  
Andreas Weber

Liebe Leserinnen und Leser

Im Rückblick auf die letzten zwei Jahrzehnte manifestieren sich zwei zentrale Trends, welche die Weltwirtschaft verändert haben: erstens die enormen Umwälzungen in der Technologie (Stichwörter: Internetdurchdringung und Digitalisierung) und zweitens der ebenso dramatische Aufstieg Chinas zur wirtschaftlichen Grossmacht. Beide Trends wecken Hoffnungen, aber jüngst vor allem auch Ängste.

Die Ängste betreffend China gehen dabei in zwei – vollkommen entgegengesetzte – Richtungen. Einerseits nehmen die Sorgen über eine sich möglicherweise ausweitende Schwäche der chinesischen Wirtschaft zu, und dies schon seit Anfang 2018, also lange vor der Verhängung von US-Strafzöllen auf chinesische Importe. Mit dem Beginn des US-chinesischen «Handelskriegs» akzentuierten sich diese Sorgen weiter. In unserem Hauptszenario gehen wir davon aus, dass sich die beiden Kontrahenten im Laufe der nächsten Wochen oder Monate auf einen Deal einigen werden, denn die Zölle schaden ganz klar beiden Ländern. Jedoch ist selbst dann nicht garantiert, dass die wirtschaftliche Abkühlung in China rasch ein Ende findet, ist doch das Wachstum im Reich der Mitte in den vergangenen Jahren grossenteils dank eines massiven und kaum nachhaltigen Aufbaus von Schulden, vor allem bei den Staatsunternehmen, zustande gekommen. Gleichzeitig verschlechtert sich die demografische Situation infolge der jahrzehntelang verfolgten Ein-Kind-Politik zusehends. Ein Szenario wie Anfang der 1990er-Jahre in Japan, wo das Wachstum nach einem Jahrzehnt mit einem kreditgetriebenem Wachstumsboom plötzlich scharf einknickte, kann nicht ganz ausgeschlossen werden, auch wenn uns eine fortgesetzte graduelle Wachstumsverlangsamung deutlich realistischer zu sein scheint. Unser Fokusartikel zeigt auf, welche direkten und indirekten Wirkungen ein Wachstumseinbruch in China auf die Schweiz hätte. Es scheint klar, dass diese Wirkungen beträchtlich unterschätzt werden, wenn man sie nur gerade anhand des derzeit noch relativ geringen direkten Anteils Chinas an den Schweizer Exporten misst.

In die umgekehrte Richtung gehen Ängste, dass nicht Chinas Schwäche, sondern seine zunehmende Stärke eine Bedrohung darstellt. Die Zölle der USA auf Importe aus China, aber auch die verschärften Bewilligungsprozesse für chinesische Firmenübernahmen in den USA und anderswo sowie weitere Massnahmen (Stichwort: Huawei) reflektieren diese Ängste und können als Versuch betrachtet werden, den Aufstieg Chinas zurückzubinden. Auch in unserem Parlament wird teilweise verlangt, dass die Schweiz dem «Ausverkauf» der heimischen Industrie mittels rigoroserer staatlicher Bewilligungsverfahren entgegenwirken solle. Dass dabei wertvolle Kapitalzuflüsse verloren gehen könnten, wird weniger berücksichtigt. Zentrales Kriterium bei Firmenübernahmen – sei es durch in- oder ausländische Investoren – sollte unseres Erachtens sein, dass der marktwirtschaftliche Wettbewerb gewahrt wird. Allerdings bewegt man sich zugegebenermassen in einer Grauzone, wenn staatlich gestützte Unternehmen derartige Investitionen vornehmen. Statt den aktuellen protektionistischen Tendenzen nachzugeben, wäre es aber sinnvoller, auf die Einhaltung international anerkannter Standards zu pochen, wie dies auch in der Präambel des schweizerisch-chinesischen Freihandelsabkommens festgehalten ist. Dies würde zum Abbau beider vorstehend erläuteter Ängste beitragen.



Thomas Gottstein  
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler  
CIO Office Schweiz

<b>Globales Umfeld</b>	<b>5</b>
<b>Konjunktur Schweiz</b>	<b>6</b>
<b>Zeit des starken Wachstums auch in der Schweiz vorbei</b>	
Im Zuge der nachlassenden Dynamik der Weltwirtschaft endet auch eine starke Wachstumsphase der Schweizer Exportwirtschaft. Dank eines vergleichsweise soliden Binnenkonsums dürfte die Schweizer Wirtschaft 2019 aber dennoch um 1.5% expandieren.	
<b>Konjunktur Monitor</b>	<b>7</b>
<b>Branchen   Monitor</b>	<b>8</b>
<b>Fokus China – Schweiz</b>	<b>10</b>
<b>Ein Wachstumseinbruch in China würde die Schweiz vor allem indirekt treffen</b>	
Die Schweizer Wirtschaft ist gegenüber China stärker exponiert, als dies auf den ersten Blick ersichtlich ist. Zu glauben, dass sich die hiesige Wirtschaft einem etwaigen stärkeren Wachstumsrückgang in China entziehen könnte, ist daher eine Illusion.	
<b>Geldpolitik</b>	<b>14</b>
<b>Leitzinserhöhung nicht vor 2020</b>	
Ein verhaltener Inflationsausblick, ein schwächeres Wirtschaftswachstum in der Eurozone und ein nach wie vor teurer CHF haben uns dazu veranlasst, unsere Zinsprognosen für die Schweizerische Nationalbank (SNB) zu revidieren. Wir rechnen neu erst für 2020 mit einer ersten Leitzinserhöhung.	
<b>Geldpolitik I Monitor</b>	<b>15</b>
<b>Immobilien   Monitor</b>	<b>16</b>
<b>Credit Suisse Vorlaufindikatoren</b>	<b>17</b>
<b>Prognosen und Indikatoren</b>	<b>19</b>

## Eurozone

Die starke Wachstumsverlangsamung in der europäischen Industrie – allen voran in Deutschland – scheint bisher noch kein Ende gefunden zu haben. Im Februar kamen die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für das verarbeitende Gewerbe erstmals seit über fünf Jahren unter der Wachstumsschwelle von 50 zu liegen. Derweil finden sich im Dienstleistungssektor erste Anzeichen einer Stabilisierung: Die europäischen PMIs deuten dort weiterhin auf ein leichtes Wachstum hin und sind jüngst sogar leicht gestiegen. Trotzdem wird das Wirtschaftswachstum im Euroraum 2019 voraussichtlich schwach ausfallen.

sascha.jucker@credit-suisse.com

## USA

Im Gegensatz zu den meisten anderen grossen Volkswirtschaften präsentiert sich die US-Wirtschaft in relativ robuster Verfassung. Trotzdem schlug die US-Notenbank an ihrer Januarsitzung erstmals seit Jahren einen vorsichtigeren Ton an und gab bekannt, vorerst mit weiteren Leitzinsanhebungen zuzuwarten. Begründet wurde der Entscheid mit dem deutlich höheren Risiko einer globalen Wachstumsabkühlung – allen voran in Europa und Asien. Inflationsrisiken scheinen momentan noch keine zu herrschen: Mit 1.6% entfernte sich die Inflationsrate im Januar wieder von den angestrebten 2%.

sascha.jucker@credit-suisse.com

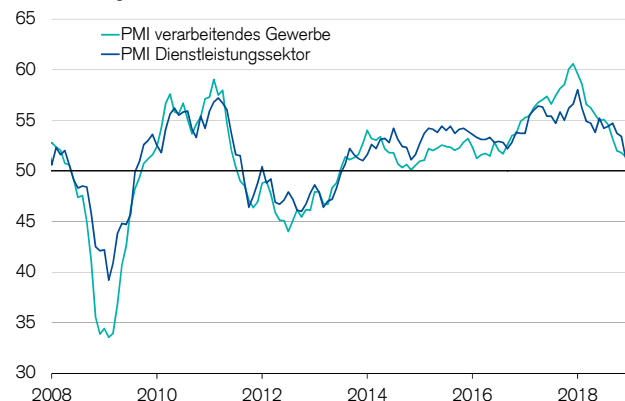
## China

Chinas Export- und Importwachstum schwächte sich um die Jahreswende stark ab. Wegen der Unsicherheiten bezüglich des Handelskonflikts und wegen des chinesischen Mond-Neujahrs sind die Exportzahlen jedoch mit Vorsicht zu interpretieren. Die schwachen Importzahlen reflektieren auch eine geringere Inlandnachfrage in China, die auch in den Detailhandelsumsätzen zum Ausdruck kommt. Chinas Wirtschaft dürfte daher 2019 langsamer wachsen als im Vorjahr.

sascha.jucker@credit-suisse.com

## Anzeichen einer Stabilisierung im Dienstleistungssektor

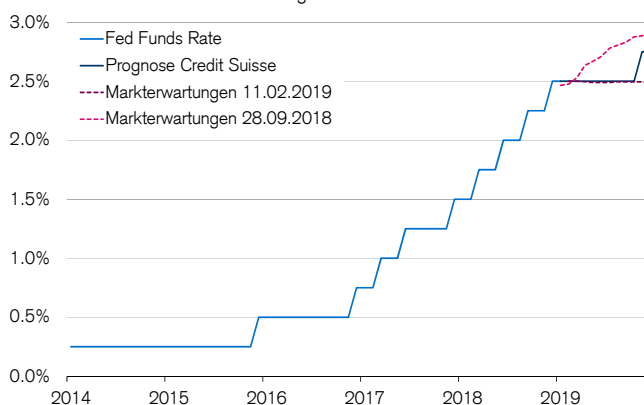
Einkaufsmanagerindizes (PMI) der Eurozone, Wachstumsschwelle = 50



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

## Abwartende US-Notenbank

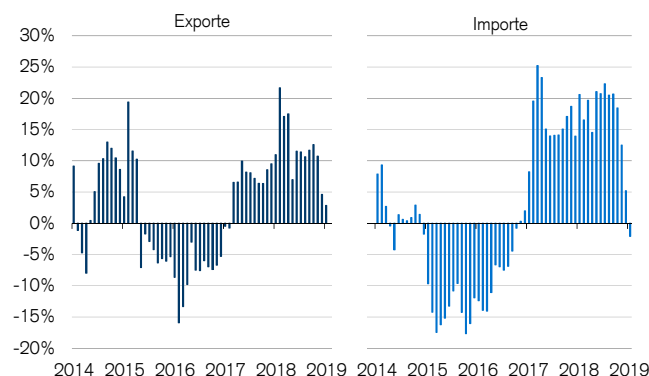
Leitzinsen der US-Notenbank und Prognosen



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Chinas Aussenhandel schwächelt

Chinas Exporte und Importe, Wachstum ggü. Vorjahr, 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Datastream, Credit Suisse

# Zeit des starken Wachstums auch in der Schweiz vorbei

**Im Zuge der nachlassenden Dynamik der Weltwirtschaft endet auch eine starke Wachstumsphase der Schweizer Exportwirtschaft. Dank eines vergleichsweise soliden Binnenkonsums dürfte die Schweizer Wirtschaft 2019 aber dennoch um 1.5% expandieren.**

Die Schweizer Wirtschaft wuchs 2018 mit einem Plus von 2.5% so stark wie seit acht Jahren nicht mehr und expandierte sogar geringfügig stärker als 2014 (+2.4%), also kurz vor der Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank (SNB). Das vergangene Jahr war aber markant zweigeteilt: Auf ein ausserordentlich dynamisches erstes Halbjahr folgte in der zweiten Jahreshälfte eine Stagnation. Zuzuschreiben war dies einerseits Sondereffekten wie den Lizenzeinnahmen aus internationalen Sportgalas im Ausland oder der grosse Hitze im Sommer. Hauptsächlicher Treiber des darauffolgenden Tempowechsels waren andererseits die abflauenden Impulse aus dem Ausland, wobei die nicht zyklischen Pharmaexporte die generelle Exportabschwächung etwas kaschierten (vgl. Abb.).

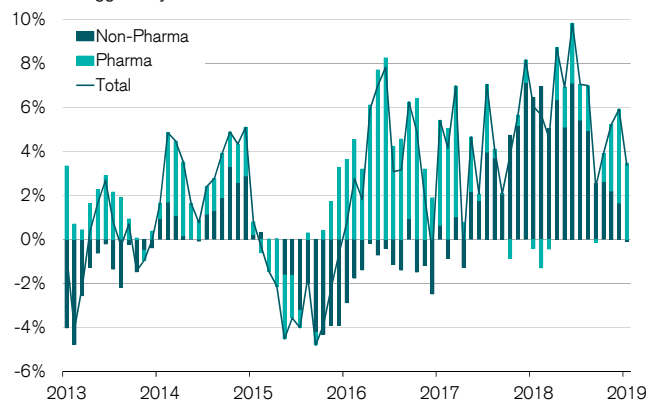
Die globale Wachstumsverlangsamung dürfte noch eine Weile auf der Schweizer Exportindustrie lasten. Unser Exportbarometer, das die konjunkturelle Lage in den Abnehmerländern misst, ist jüngst deutlich gesunken und wird mittlerweile nur noch von den USA getragen (vgl. Abb.). Hauptverantwortlich für den Rückgang des Barometers ist Europa. Die negative Stimmung in China wirkt ebenfalls belastend. Dementsprechend gehen wir davon aus, dass sich das Exportwachstum 2019 weiter abschwächen wird. Unsere Prognose liegt bei 2.5% und entspricht damit dem tiefsten Wert seit 2015. Eine verhaltene Exportnachfrage geht in der Regel mit einer flauen Investitionsneigung einher, weshalb wir auch vonseiten der Investitionen in Anlagen und Maschinen keine zusätzlichen Wachstumsimpulse erwarten. Mit Blick auf die Bauinvestitionen prognostizieren wir nur eine marginale Wachstumsbeschleunigung, weil das Überangebot am Mietwohnungsmarkt nach wie vor steigt und die Auftragsbücher weniger gut gefüllt sind.

Demgegenüber sollten die gute Arbeitsmarktlage und die entsprechend positive Konsumentenstimmung sowie die sogar wieder leicht stärkere Zuwanderung die Konsumnachfrage stützen. Die von uns erwartete Beschleunigung des Konsumwachstums auf 1.4% (2018: 1.0%) vermag den nachlassenden Schwung der Exportwirtschaft aber nicht zu kompensieren, weshalb das Wirtschaftswachstum hierzulande dieses Jahr insgesamt schwächer ausfallen wird als 2018. Wir senken deshalb unsere Prognose des realen Bruttoinlandproduktwachstums für 2019 von 1.7% auf noch 1.5%.

claude.maurer@credit-suisse.com

## Pharmaexporte halten Durchschnittswachstum hoch

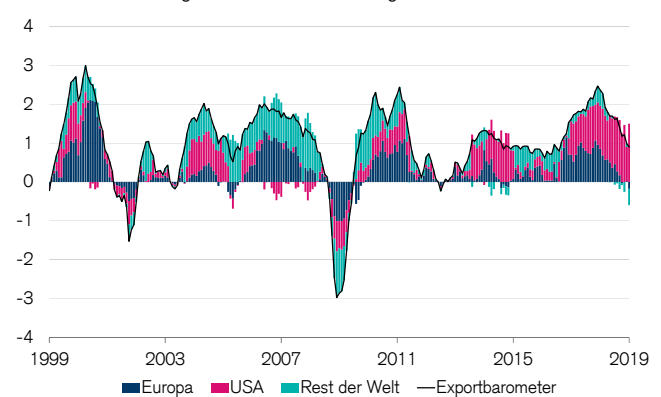
Wachstum ggü. Vorjahr, 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Nur noch die USA tragen das Exportbarometer

In Standardabweichungen bzw. Wachstumsbeiträgen



Quelle: PMIPremium, Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Inflation

Die Teuerung ist in der Schweiz seit einigen Monaten wieder rückläufig, was zum Teil auf tiefere Ölpreise als im Vorjahr zurückzuführen ist. Doch gibt es auch sonst kaum inflationären Druck: Nur rund 15% der Komponenten des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) sind aktuell mehr als 2% höher als im Vorjahr. Vor diesem Hintergrund senken wir unsere Inflationsprognose für 2019 leicht auf 0.5% (bisher 0.7%). Für 2020 belassen wir unsere Prognose auf ebenfalls 0.5%.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Arbeitsmarkt

Die Lage am Schweizer Arbeitsmarkt ist nach wie vor gut. Das Beschäftigungswachstum verlangsamte sich im 4. Quartal 2018 zwar nochmals leicht, für das Gesamtjahr 2018 resultierte aber ein solides Plus von 1.8% (2017: 0.6%). Dynamisch zeigte sich insbesondere die Industriebeschäftigung, die mit 1.7% so stark zunahm wie seit 2008 nicht mehr. Gemäss Vorlaufindikatoren wie dem Einkaufsmanagerindex (PMI) dürfte sich der Stellenaufbau in der Industrie fortsetzen, wenn auch weniger schnell. Für die Gesamtbeschäftigung rechnen wir 2019 mit einem Wachstum von 1.2%.

emilie.gachet@credit-suisse.com

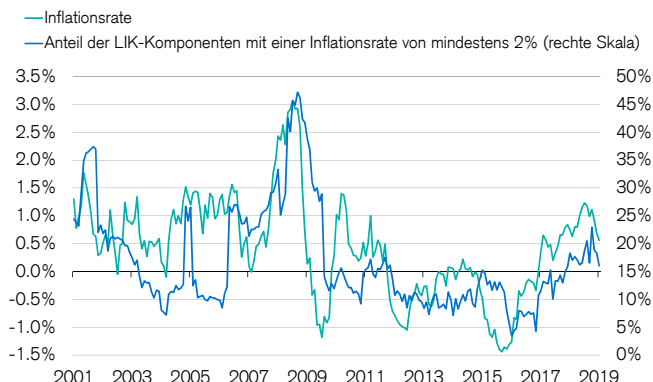
## Zuwanderung

Die solide Konjunktur im Jahr 2018 setzte dem seit 2014 andauernden Rückgang der Zuwanderung in die Schweiz ein Ende. Unter Berücksichtigung der Migration von Schweizer Bürgern dürfte der Wanderungssaldo mit 50'000 Personen in etwa den Vorjahreswert erreicht haben. Dieses Jahr dürfte die Beschäftigung in der Schweiz stärker wachsen als in der Eurozone. Die Erhöhung der Kontingente für Drittstaaten sowie das Auslaufen der Ventilklausel gegenüber Bulgarien und Rumänien sollten zusätzliche Impulse generieren. Wir rechnen daher mit einem Anstieg der Nettozuwanderung auf rund 55'000 Personen.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

## Praktisch nichts wird hierzulande richtig teurer

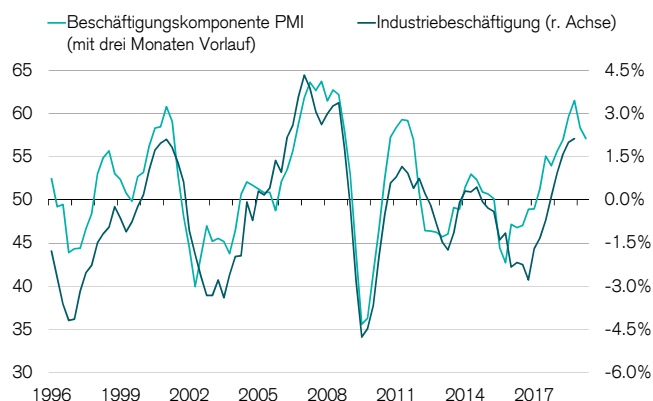
Veränderung ggü. Vorjahr, in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Dynamisches Beschäftigungswachstum in der Industrie

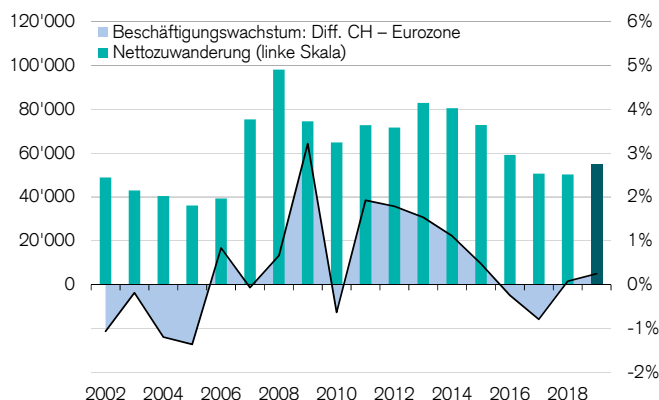
Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten, Wachstum ggü. Vorjahr, in %; PMI > 50 = Wachstum



Quelle: Bundesamt für Statistik, procure.ch, Credit Suisse

## Migration steigt wieder

Nettozuwanderung der ständigen Wohnbevölkerung (Schweizer und Ausländer, ohne Registerkorrekturen); 2018: Hochrechnung; 2019: Prognose



Quelle: Staatssekretariat für Migration, OECD, Credit Suisse

## Chemisch-pharmazeutische Industrie

Im 4. Quartal 2018 kam das starke Exportwachstum in der chemischen Industrie zwischenzeitlich abrupt zum Erliegen. Zuzuschreiben war dies dem äusserst tiefen Wasserstand des Rheins, der den Warentransport behinderte. Unabhängig von diesem temporären Sondereffekt dürften die Exporte wegen der schwächeren Industrienachfrage in Europa künftig insbesondere im zyklischen Chemiesektor deutlich langsamer wachsen oder vorübergehend vielleicht sogar schrumpfen. Die Pharmaexporte werden voraussichtlich weiter zulegen, da ihre Abhängigkeit von der europäischen Industrie gering ist.

sascha.jucker@credit-suisse.com

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

Die Exporte der MEM-Industrie gingen infolge der schwachen Nachfrage der deutschen Autoindustrie um den Jahreswechsel deutlich zurück. Unter anderem führte ein neues Prüfverfahren für PKWs in der deutschen Autoindustrie zu Produktionsstopps. Zudem schwächelte die Nachfrage nach deutschen Autos in China. Das Ausmass des Rückgangs scheint wegen dieser Sondereffekte zwar etwas überzeichnet, die schwache globale Industrieproduktion dürfte das Exportwachstum bei Schweizer MEM-Produkten aber auch im weiteren Jahresverlauf dämpfen.

sascha.jucker@credit-suisse.com

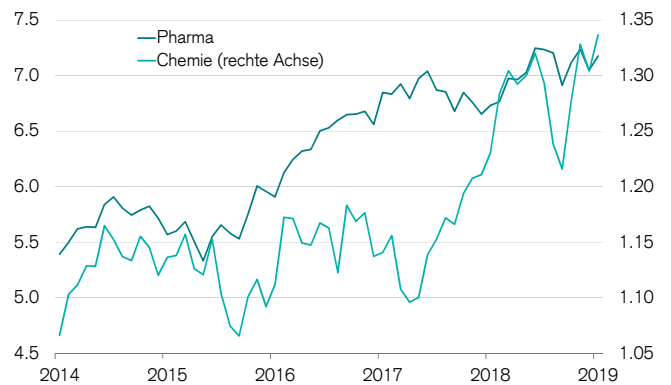
## Uhrenindustrie

Das Exportwachstum in der Uhrenindustrie verlor bereits im 3. Quartal 2018 stark an Dynamik und kam um den Jahreswechsel praktisch zum Stillstand. Deutlich schwächer fiel die Nachfrage aus Hongkong, China und Europa aus. Diese Flaute dämpfte die Stimmung in der hiesigen Uhrenindustrie, wurde hier doch die Geschäftslage im Januar 2019 im Vergleich zur gesamten Schweizer Industrie deutlich weniger oft als «gut» beurteilt. Wir gehen für 2019 zwar nicht von einem Rückgang der Uhrenexporte aus, es dürfte aber einige Monate dauern, bis sich die genannten wichtigen Absatzmärkte erholt haben.

sascha.jucker@credit-suisse.com

## Wachstumsverlangsamung in der chemischen Industrie

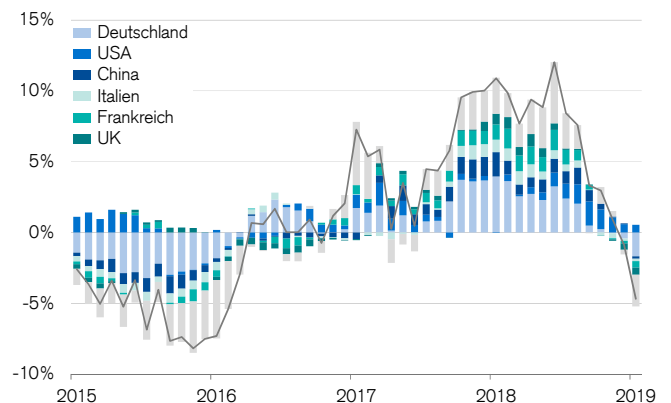
Warenexporte in CHF Mrd., gleitender 6-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Exportrückgang wegen Sondereffekten überzeichnet

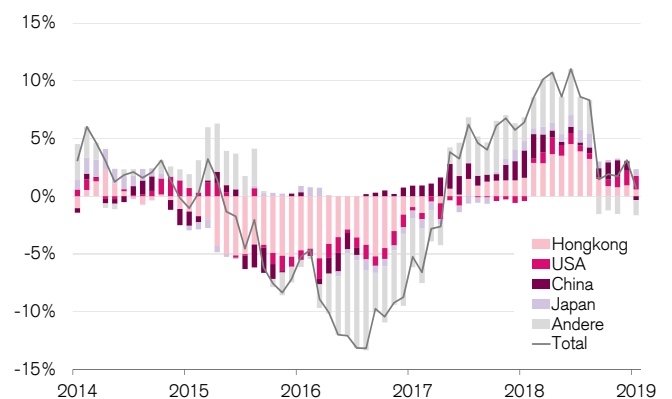
Exporte: Wachstumsbeitrag nach Regionen, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Wachstum stabilisiert sich auf tieferem Niveau

Exporte: Wachstumsbeitrag nach Regionen, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse



## Detailhandel

Die Umsätze im Detailhandel stiegen im 4. Quartal 2018 mit 1.0% gegenüber dem Vorjahreszeitraum etwas stärker als in den Vorquartalen. Mit Ausnahme des Bekleidungssegments verzeichneten alle Sparten ein – teilweise sattes – Umsatzplus. Für das gesamte Jahr 2018 resultierte in der Folge eine Umsatzzunahme von 0.5%. Allerdings schrumpfte die Non-Food-Sparte wegen des zunehmenden internationalen Wettbewerbs seitens von Onlinehändlern erneut. Für das laufende Jahr erwarten wir angesichts des robusten Arbeitsmarktes und der etwas anziehenden Zuwanderung eine leichte Beschleunigung des Umsatzwachstums.

sascha.jucker@credit-suisse.com

## Tourismus

Die alpinen Winterdestinationen sind solide in die Wintersaison gestartet. Seit Saisonbeginn bis Ende Januar 2019 steigerten die Bergbahnen ihren Umsatz um 3.4%, und die Hotelübernachtungen nahmen im Alpenraum um 1.6% zu. Das Wachstum war indes weniger stark ausländischen Gästen zu verdanken als noch 2017, als sich der CHF relativ zum EUR deutlich abschwächte. Das Nachfrageplus von Schweizern dürfte dank der soliden Arbeitsmarktlage sowie der hervorragenden Witterungs- und Schneebedingungen während der Sportferien 2019 wieder etwas anziehen.

sascha.jucker@credit-suisse.com

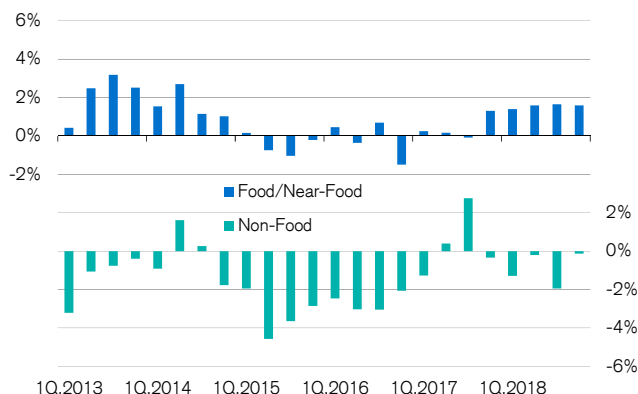
## Informationstechnologie (IT)

Das Wachstum bei den IT-Dienstleistern dürfte sich 2019 auch dank des anhaltenden Trends zur Digitalisierung fortsetzen. Eine Mehrheit der von der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF) befragten IT-Dienstleister beurteilte die Geschäftslage Anfang Jahr als gut oder doch mindestens befriedigend, auch wenn dieser Anteil gegenüber den letzten Quartalen etwas zurückgegangen ist. Neben dem anhaltenden Fachkräftemangel ist dies auch auf die sich abkühlende globale Konjunktur zurückzuführen, die wichtige Abnehmerbranchen des IT-Sektors trifft.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Bislang keine Wachstumsbeschleunigung

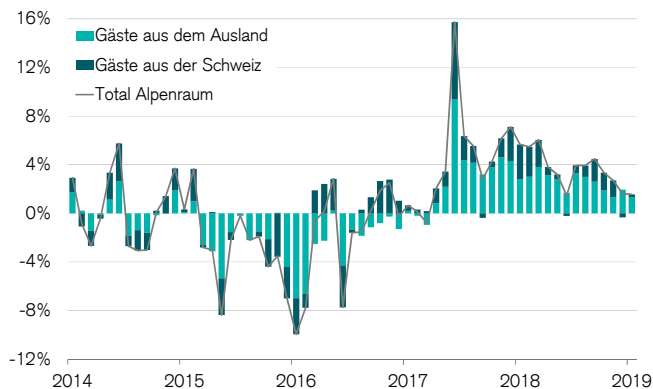
Nominale Detailhandelsumsätze, Wachstum ggü. Vorjahresquartal



Quelle: GfK, Credit Suisse

## Stabile Übernachtungszahlen von Schweizer Gästen

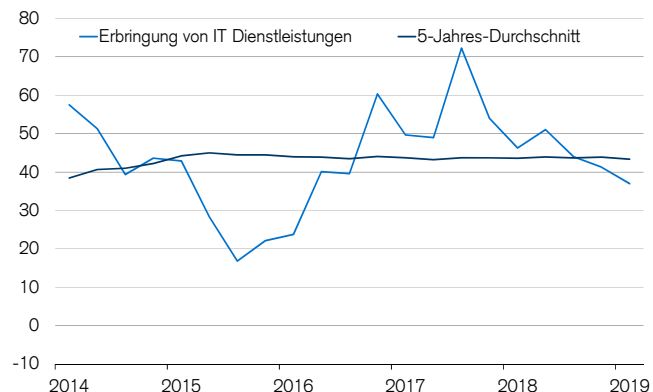
Alpenraum: Logiernächte in Hotels, Kurbetrieben und Jugendherbergen, Wachstumsbeitrag nach Herkunft der Gäste, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Stimmung kühlt sich ab, ist aber immer noch gut

Geschäftslage; Anteil der befragten IT-Dienstleister, Saldi in Prozentpunkten; Quartalswerte



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

# Ein Wachstumseinbruch in China würde die Schweiz vor allem indirekt treffen

**Die Schweizer Wirtschaft ist gegenüber China stärker exponiert, als dies auf den ersten Blick ersichtlich ist. Zu glauben, dass sich die hiesige Wirtschaft einem etwaigen stärkeren Wachstumsrückgang in China entziehen könnte, ist daher eine Illusion.**

## Die zweitgrösste Volkswirtschaft der Welt verliert an Schwung

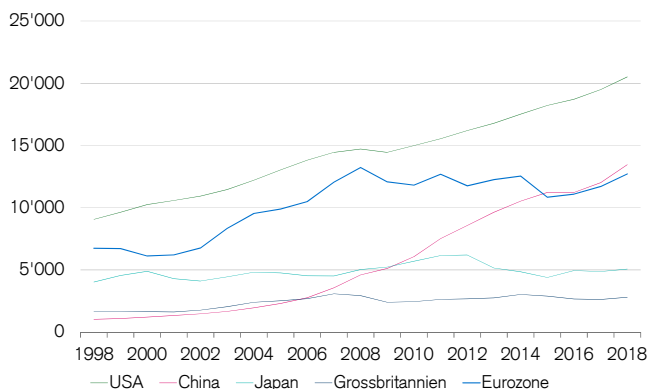
Chinas Wirtschaft schwächelt. Vorbei ist die Zeit, als Peking Wachstumsraten von über 10% vermeldete. Der Internationale Währungsfonds geht derzeit davon aus, dass China in den kommenden drei Jahren noch mit rund 6% pro Jahr expandieren wird, und auch unsere eigene Prognose liegt in diesem Bereich. Pessimistischere Stimmen sehen jedoch einen stärkeren Wachstumsrückgang voraus, und insbesondere der Handelskonflikt mit den USA birgt offensichtlich Potenzial für markante Konjunkturrückschläge. Mittelfristig ist angesichts der ungünstigen demografischen Entwicklung und der sehr hohen Verschuldung Chinas auch ein «japanisches Szenario» nicht auszuschliessen: In Japan lösten eine alternde Bevölkerung und eine hohe Verschuldung nach Jahrzehnten des Booms ab Anfang der 1990er-Jahre einen jahrelangen Krebsgang aus. Was aber wären die Auswirkungen einer stärkeren Wachstumsabschwächung in China auf die Schweizer Wirtschaft?

## Vergleichsweise wenig Exporte gehen nach China

Auf den ersten Blick scheint die Schweizer Exportwirtschaft gegenüber China nur wenig exponiert, obwohl das Land dank seines enormen Wachstums in den letzten Jahrzehnten zur zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt aufgestiegen ist und dabei den wichtigsten Handelspartner der Schweiz, die Eurozone, hinter sich gelassen hat (vgl. Abb.). Trotzdem gingen 2018 nur gerade etwa 5% der Schweizer Warenausfuhren nach China. Dies entspricht einem Handelsvolumen von rund CHF 12 Mrd. Wird die Sonderverwaltungszone Honkong dazugezählt, erhöht sich dieser Anteil auf knapp 8%. Damit ist China zwar der fünftwichtigste Absatzmarkt für die Schweizer Exportindustrie, der Abstand zum Spitzenreiter Deutschland ist aber weiterhin enorm. Alleine in die beiden an die Schweiz angrenzenden deutschen Bundesländer Bayern und Baden-Württemberg wird fast doppelt so viel exportiert wie nach China, und das Exportvolumen nach Gesamtdeutschland ist sogar beinahe viermal so gross.

### China ist rasant zur zweitgrössten Wirtschaft der Welt geworden

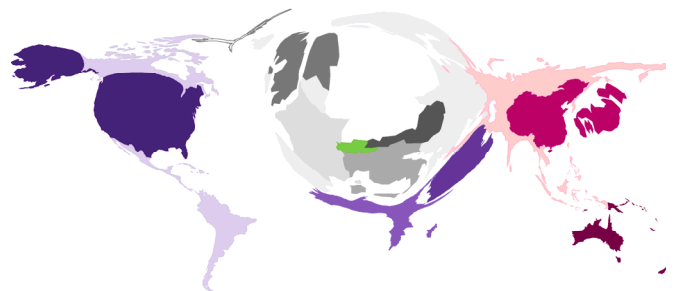
Bruttoinlandprodukt in USD Mrd., nominal



Quelle: Internationaler Währungsfonds, Credit Suisse

### Die Welt aus Sicht der Schweizer Exportwirtschaft

Flächen entsprechen dem Exportvolumen



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Exportelastizität Schweiz – China ist nicht signifikant, ...

Eine solche statische Betrachtung greift indes zu kurz, um die Auswirkungen einer weiteren und stärkeren Wachstumseinbusse in China auf die Schweizer Exportwirtschaft zu quantifizieren. Hierzu eignet sich die Exportelastizität besser. Diese gibt an, um wie viele Prozentpunkte das Exportwachstum zu- beziehungsweise abnimmt, wenn sich das Wachstum des chinesischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 1 Prozentpunkt verändert (bei konstanten Wechselkursen). Gemäss Abbildung links unten ist die Exportelastizität zwischen der Schweiz und China nicht statistisch signifikant – dies im Gegensatz zur Elastizität zwischen allen anderen untersuchten Ländern und China mit Ausnahme von Grossbritannien. Folglich wären die Exporteure in den USA, Deutschland, Italien oder Japan deutlich stärker von einer Rezession in China betroffen als die Schweizer.

## ... es gibt aber grosse Unterschiede nach Branchen

Der Schweizer Durchschnittswert überdeckt aber grosse Branchenunterschiede. Wie in der Abbildung unten rechts ersichtlich ist, entwickelten sich einzig die Exporte aus der chemischen und pharmazeutischen Industrie sowie aus der Medizintechnikbranche in der Vergangenheit unabhängig von der konjunkturellen Lage in China, weshalb deren Exportelastizitäten gering beziehungsweise nicht signifikant sind. Da diese drei Bereiche rund die Hälfte aller Wareneinfuhren nach China ausmachen, reagieren Schweizer Exporte insgesamt nur sehr träge auf Konjunkturschwankungen in China. Alle anderen von uns untersuchten Branchen sind demgegenüber sehr wohl vom Geschäftsgang im Reich der Mitte abhängig – am stärksten die Lebensmittelindustrie: Eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in China um 1 Prozentpunkt bedeutete im Betrachtungszeitraum für Schweizer Lebensmittelproduzenten 2.6 Prozentpunkte weniger Exportwachstum nach China. Aber auch die Uhren- sowie die Maschinenbauindustrie – zwei Schwergewichte im Export nach China – zeigen eine messbare Sensitivität. Zudem ist China für gewisse Schweizer Produzenten mittlerweile der Hauptabsatzmarkt: So entfällt ein Drittel des weltweiten Exportvolumens von Schweizer Babymilchherstellern auf China, und bei «Bau- und Sanitärkeramik» ist es ein Viertel.

## Chinesen kaufen Schweizer Uhren auf Reisen

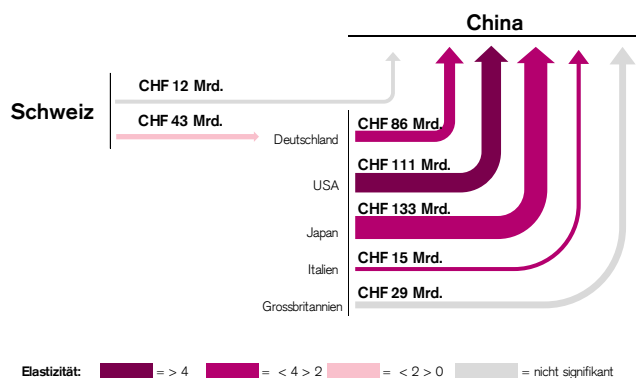
Die Bedeutung Chinas für die Schweizer Wirtschaft lässt sich allerdings nicht nur aus der direkten Warenhandelsstatistik und den daraus hergeleiteten Elastizitäten ableiten. Nehmen wir das Beispiel der Uhrenindustrie: Während wertmässig nicht einmal jede zehnte exportierte Uhr direkt nach China geht, kaufen Chinesen Schweizer Uhren häufig im Ausland, allen voran im für die Schweiz volumenmässig wichtigsten Exportmarkt Hongkong, aber auch als Touristen in der Schweiz selbst oder in anderen europäischen Ländern (siehe Box zum Dienstleistungshandel Seite 13). Folglich reagierten die Uhrenverkäufe jeweils spürbar auf Ereignisse, die das Reiserhalten der Chinesen veränderten, wie etwa die Terroranschläge in Frankreich oder die Unruhen in Hongkong. Dementsprechend ging die jüngste Wachstumsverlangsamung in China mit schwachen Uhrenexporten nicht nur nach China selbst, sondern auch nach Hongkong und Europa einher (vgl. Branchenmonitor Seite 8).

## Stottert der Wachstumsmotor China, lahmt die Weltwirtschaft

Um die Bedeutung Chinas für die Schweizer Wirtschaft umfassender zu quantifizieren, muss zudem seine Rolle als wichtiger Wachstumsmotor für die gesamte Weltwirtschaft in Betracht gezogen werden: Rund ein Viertel des Weltwirtschaftswachstums der letzten zwanzig Jahre war der Expansion Chinas zu verdanken, und China ist mittlerweile flächendeckend in den Welthandel eingebunden. Gemäss Zahlen der Investmentbank JPMorgan war China 2017 für knapp 16% der Länder der Welt der wichtigste Absatzmarkt – im Jahr 2000 waren es erst 3% gewesen.

### Schweizer Exportumsätze reagieren kaum auf BIP-Wachstum in China, ...

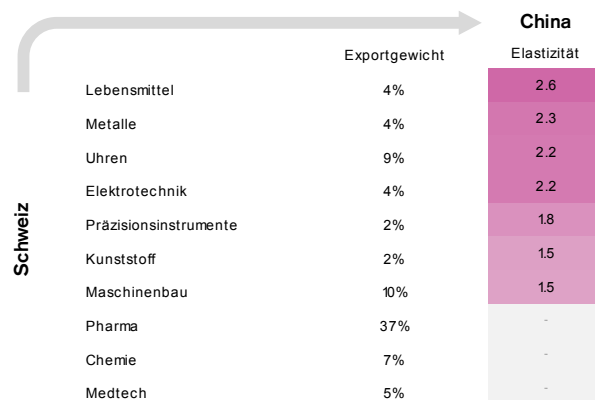
Farben = BIP-Export-Elastizität (2000 – 2018); Dicke = Warenexportumsatz 2018



Quelle: Datastream, Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

### ... dies gilt jedoch für die meisten Industriebranchen nicht

BIP-Export-Elastizität zwischen Schweiz und China nach Branchen (1999 – 2018)



Quelle: Datastream, Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Der starke Rückgang der chinesischen Importe im Jahr 2018 hat denn auch in der Weltwirtschaft markante Spuren hinterlassen. Mit dem von der chinesischen Regierung beabsichtigten Umbau der Wirtschaft von einem investitions- und exportgetriebenen zu einem konsumgetriebenen Modell wird sich die Sensitivität der Weltwirtschaft gegenüber Schwankungen der chinesischen Binnenwirtschaft tendenziell weiter verstärken, würde doch der Anteil der Importe am chinesischen BIP ausgehend von immer noch sehr tiefen 18% (2017) zunehmen (Schweiz: 54%).

### Zwei Drittel aller Smartphones kommen aus China

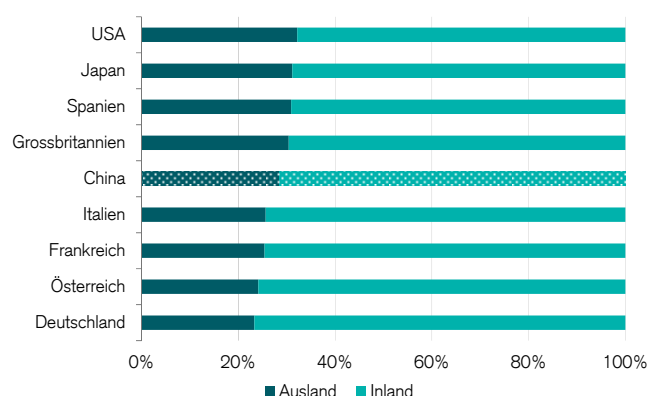
In den vergangenen Jahrzehnten stach China primär durch seinen Aufstieg als Export-Champion hervor: 2017 war China für 27% der Länder dieser Welt der wichtigste Lieferant, im Jahr 2000 waren es erst 2.3% gewesen. Auch für die Schweiz ist China als Importquelle vergleichsweise wichtig: Pro Jahr werden chinesische Erzeugnisse im Wert von CHF 13 Mrd. eingeführt, was rund 7% aller Einfuhren entspricht. Nur aus den drei Nachbarländern Deutschland, Italien und Frankreich werden mehr Güter bezogen, wobei auch hier der Anteil von Deutschland hervorsteicht (28%). Imposant ist auch dies: Zwei Drittel aller in der Schweiz verkauften Smartphones sowie jedes vierte Kleidungsstück kommen aus China. Gerade im Fall komplexer elektronischer Produkte hängen Exporte und Importe dank global integrierter Produktionsketten eng zusammen. Deshalb ist es nicht unbedingt sinnvoll, die Wirkung von export- und importseitigen Veränderungen separat zu betrachten. Eine Analyse gesamtwirtschaftlicher Schocks ist da aufschlussreicher. So gehen Modellrechnungen der Europäischen Zentralbank z. B. davon aus, dass ein über drei Jahre um insgesamt 3.3 Prozentpunkte tieferes BIP-Wachstum in China das Wachstum der Eurozone um bis zu 1.1 Prozentpunkte senken könnte. Obwohl solche Simulationen angesichts der Komplexität der Handelsströme mit grosser Vorsicht zu interpretieren sind, ist doch davon auszugehen, dass der Wert für die Schweiz in einer ähnlichen Grössenordnung zu liegen käme.

### Handel aus Wertschöpfungssicht: China kauft vor allem Fertigprodukte

Ein weiterer Ansatz besteht darin, die indirekten und komplexen Effekte einer etwaigen markanten Wachstumsabschwächung in China auf das Schweizer BIP mittels der World Input-Output Database (WIOD) zu eruieren. Statistiken zum Handel aus Wertschöpfungssicht tragen der Tatsache Rechnung, dass sich ein Produktionsprozess über mehrere Länder erstrecken kann. Schweizer Industrieexporte nach China enthalten im Durchschnitt 29% ausländische, d. h. importierte Wertschöpfung. Nur in den Schweizer Exporten in die USA, nach Japan, Spanien und Grossbritannien ist der Anteil der ausländischen Wertschöpfung noch grösser (vgl. Abb.). Während der hohe Wert bei diesen Ländern vor allem durch den hohen Anteil ausländischer Wertschöpfung in den Pharmaxporten bedingt ist (die Schweiz ist eine globale Drehscheibe für Pharmaprodukte), enthalten die Exporte mit Zielland China in beinahe allen Produktkategorien vergleichsweise viel ausländische Wertschöpfung. Dies bedeutet einerseits, dass eine Veränderung der Exportumsätze nach China die BIP-Entwicklung in der Schweiz unter sonst gleichen Umständen weniger stark beeinflusst als eine Veränderung der Umsätze im Handel mit den Nachbarländern. Andererseits liegt aber auch die Vermutung nahe, dass die Schweiz vor allem Fertigprodukte nach China exportiert, enthalten doch diese besonderes häufig Teile, die im Ausland hergestellt worden sind. Tatsächlich erzielt die Schweizer Industrie im Handel mit China mit einem Anteil von 40% eine überdurchschnittlich hohe Wertschöpfung durch den Verkauf von Fertigprodukten und praktisch keine durch die Lieferung von Waren, die chinesische Unternehmen ihrerseits für eigene Exporte brauchen (vgl. Abb.). Der hohe Fertigprodukteanteil erhöht wiederum die Bedeutung der chinesischen Endnachfrage für die Schweizer Exporteure und das BIP-Wachstum.

#### Schweizer Exporte nach China enthalten importierte Wertschöpfung

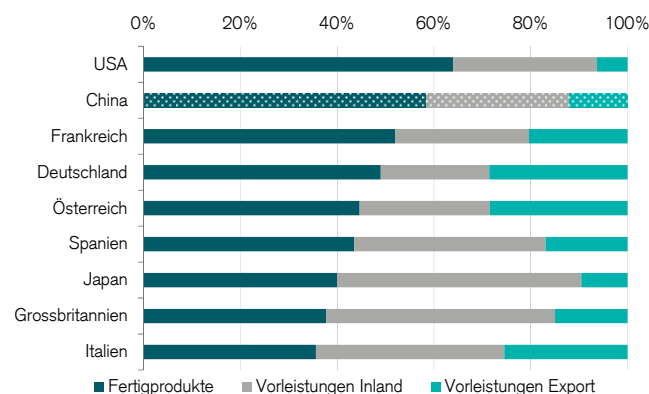
Herkunft der Wertschöpfung in den Schweizer Industrieexporten, 2014



Quelle: World Input-Output Database, Credit Suisse

#### Hoher Anteil an Fertigprodukten im Handel mit China

Wertschöpfung nach Verwendungszweck in den Schweizer Industrieexporten, 2014



Quelle: World Input-Output Database, Credit Suisse

## Schweizer Exporte nach Deutschland auch durch China geprägt

Die indirekte Bedeutung Chinas für die Schweizer Exportwirtschaft lässt sich gut am Beispiel Deutschlands illustrieren. Wie vorstehend gezeigt, wird die Wirtschaftsdynamik des Schweizer Hauptexportmarkts Deutschland durch diejenige in China geprägt, ist doch die entsprechende Exportelastizität positiv und signifikant. Gleichzeitig reagieren die Schweizer Exporte nach Deutschland – mit Ausnahme der Pharmaexporte – sehr sensibel auf Veränderungen im nördlichen Nachbarland. Die Hypothese liegt nahe, dass die Schweizer Exporte nach Deutschland von der Entwicklung in China mitbeeinflusst werden. Tatsächlich werden rund 20% der wertschöpfungsgenerierenden Schweizer Exporte ins Nachbarland Deutschland von dort wieder exportiert, unter anderem nach China. Ein prominentes Beispiel dafür, wie Schweizer Unternehmen einem global ausgerichteten deutschen Industriezweig zuliefern, ist die Automobilindustrie. Gemäss einer Studie des Swiss Center of Automotive Research (swiss CAR) der Universität Zürich belief sich der Umsatz der Schweizer Autoindustriezulieferer 2018 auf rund CHF 12.3 Mrd. Da wahrscheinlich der grösste Teil dieser Produktion exportiert wird, entspräche dies rund 5% aller Schweizer Ausfuhren. Aktien von Schweizer Unternehmen, die in der Automobilbranche tätig sind, gehören denn auch zu denjenigen, deren Kursentwicklungen einen gewissen Gleichlauf mit der Konjunktur und dem Aktienmarkt in China aufweisen. Offensichtlich reflektieren die Aktienmärkte durchaus eine gewisse Exponiertheit der Schweizer Wirtschaft gegenüber China, obwohl der direkte Exportanteil gering ist und Schweizer Unternehmen vergleichsweise wenig in China investiert sind. Der Bestand der Schweizer Direktinvestitionen (FDI) in China ist mit CHF 22 Mrd. oder 2% der gesamten FDI derzeit noch äusserst überschaubar. Dazu tragen Hürden wie der noch mangelhafte Patent- und allgemeine Rechtsschutz, die geografische Distanz sowie kulturelle Unterschiede bei. Langfristig ist aber gerade wegen der enormen Marktgrösse Chinas durchaus davon auszugehen, dass auch hier die Integration zunehmen wird.

## Entscheidend wäre die Ursache eines Wachstumsrückgangs

Das Fazit unserer Betrachtung lautet, dass die Schweizer Wirtschaft gegenüber China vermutlich stärker exponiert ist als auf den ersten Blick ersichtlich. Zu glauben, dass sich unsere Wirtschaft einem starken Wachstumseinbruch Chinas entziehen könnte, ist daher eine Illusion. Im Licht obiger Analysen gilt es aber zwischen zwei Szenarien zu unterscheiden. Wird Chinas Wachstum durch chinaspesifische Faktoren gebremst (Verschuldung, Demografie, Innenpolitik – also das «japanische Szenario»), wäre der Einfluss auf die Schweiz eher gering. In Mitleidenschaft gezogen würden vor allem diejenigen Branchen, die direkt mit China Handel betreiben und deren Nachfrage konjunktursensitiv ist – allen voran also die Maschinen-, Elektro-, und Metallindustrie sowie die Uhrenbranche und die auf Deutschland ausgerichteten Automobilzulieferer. Wären die Auslöser der Wachstumsverlangsamung hingegen eher geopolitischer Natur, namentlich eine Eskalation des Handelskonflikts, hätte dies auch für die Schweiz gravierendere und deutlich breitere Folgen. Selbst Wirtschaftszweige, die nicht direkt mit China zu tun haben, würden wegen der globalen Wirkungen des Handelskonflikts – nicht zuletzt via Rückschlägen an den globalen Finanzmärkten – eine Abschwächung der Nachfrage erfahren. Schliesslich ist davon auszugehen, dass sich die Sensitivität verschiedener Schweizer Branchen gegenüber dem Reich der Mitte infolge struktureller Veränderungen in dessen Wirtschaft verändern wird. Beispielsweise dürfte selbst die ansonsten nicht konjunktursensitive Pharmaindustrie einen Einbruch der Wohlstandsakkumulation in China zu spüren bekommen.

### **Bedeutung Chinas für Dienstleister beschränkt sich auf Teile des Tourismus**

Gemäss der Schweizerischen Nationalbank (SNB) entfallen nur 2.7% aller Einnahmen aus im Ausland erbrachten Dienstleistungen auf China – davon beinahe ein Drittel auf die unspezifische Kategorie «Lizenzgebühren». Nicht in der SNB-Statistik erfasst wird indessen der Tourismus. Chinesen sind für das Schweizer Gastgewerbe mittlerweile die viertwichtigste ausländische Gästegruppe. Die Bedürfnisse chinesischer Touristen unterscheiden sich jedoch meist von jenen «westlicher» Individualtouristen. Ihr Übernachtungsbudget ist kleiner, und auch die Zeit, die sie in der Schweiz verbringen, ist im Allgemeinen kürzer. Dies zeigt sich auch anhand der Übernachtungsorte. Günstige Standorte wie beispielsweise Erstfeld verzeichnen eine regelrechte Explosion der Übernachtungszahlen seitens von Chinesen. Wurden in Erstfeld 2010 nur rund 60 chinesische Reisende in Hotels einquartiert, waren es sechs Jahre später bereits 11'000. Zu verdanken ist dies dem Umstand, dass die «Tour de Suisse» chinesischer Gruppenreisenden – ausgehend von Zürich, Rom oder Paris – meist über Luzern führt.

# Leitzinserhöhung nicht vor 2020

**Ein verhaltener Inflationsausblick, ein schwächeres Wirtschaftswachstum in der Eurozone und ein nach wie vor teurer CHF haben uns dazu veranlasst, unsere Zinsprognosen für die Schweizerische Nationalbank (SNB) zu revidieren. Wir rechnen neu erst für 2020 mit einer ersten Leitzinserhöhung.**

## SNB dürfte ihren Schlüsselsatz nicht vor Juni 2020 anheben

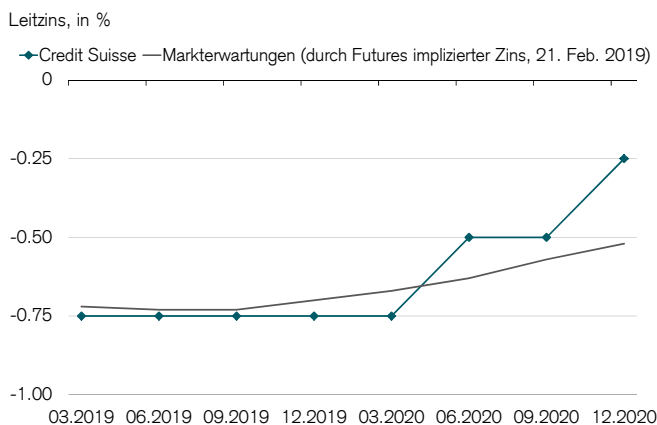
Die Inflation in der Schweiz wird im Laufe des Jahres 2019 voraussichtlich niedrig bleiben, und zwar nicht zuletzt dank tiefer Ölpreise. Darüber hinaus hat die Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums die wichtigsten Zentralbanken jüngst zu zurückhaltenderen geldpolitischen Stellungnahmen veranlasst, allen voran die US-Notenbank (Fed). Die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte sich ebenfalls geduldig zeigen, bevor sie einen neuen Leitzinserhöhungszyklus einläutet. In einem solchen Umfeld verfügt die SNB über keinerlei Spielraum, um eine baldige Leitzinserhöhung zu signalisieren. Folglich scheint unsere bisherige Prognose einer Leitzinsanhebung im September 2019 nun ziemlich unwahrscheinlich. Wir haben sie daher revidiert und rechnen neu damit, dass die SNB ihren Leitzins erstmals im Juni 2020 und dann nochmals im Dezember 2020 um jeweils 0.25 Prozentpunkte anheben wird. Allerdings könnten eine rasche Lösung des Handelskonflikts zwischen den USA und China sowie eine Einigung zwischen der Europäischen Union und Grossbritannien über den Brexit den CHF schwächen und uns dazu veranlassen, unsere Prognosen in Richtung einer früheren Zinserhöhung anzupassen. Demgegenüber könnte ein – insbesondere in der Eurozone – hartnäckig schwaches Wirtschaftswachstum jegliche Zinsanhebungen über das Jahr 2020 hinaus verzögern. Letzteres Szenario impliziert einen noch für mehrere weitere Jahre negativen Leitzins und scheint an den Finanzmärkten zumindest teilweise eingepreist, worauf etwa die negativen Renditen langfristiger Schweizer Staatsanleihen hindeuten.

## Verkäufe von Fremdwährungsreserven haben keine Priorität

Derweil hat die SNB unserer Einschätzung zufolge seit dem Sommer 2017 nicht mehr am Devisenmarkt interveniert. Selbst wenn sie ihren Leitzins wie von uns erwartet anheben würde, dürfte eine Reduktion der Fremdwährungsreserven mittels aktiver Verkäufe von Anlagen und folglich eine Verkürzung der SNB-Bilanz unseres Erachtens noch während längerer Zeit kein Thema sein. Die Priorität der SNB wird unserer Meinung nach darin bestehen, den Schlüsselsatz auf null oder in den positiven Bereich anzuheben, bevor sie eine Bilanzverkürzung erwägt.

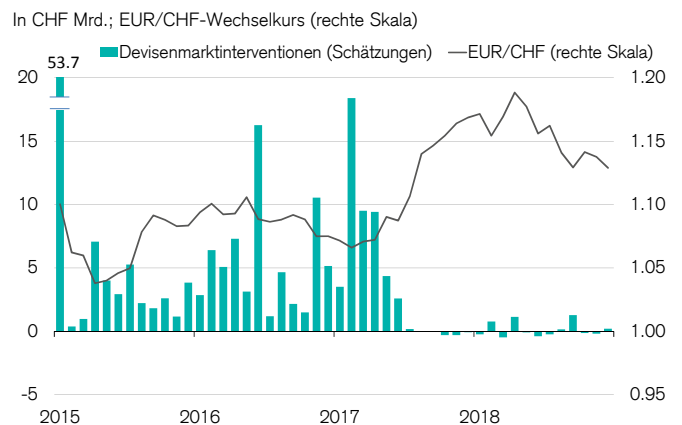
maxime.botteron@credit-suisse.com

### Prognose SNB-Leitzins und Markterwartungen



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

### Keine Hinweise auf Fremdwährungskäufe seit Mitte 2017



Quelle: Datastream, SNB, Credit Suisse

## Devisenreserven

Per Ende Dezember 2018 war die Währungsallokation der SNB-Reserven im Vergleich zum Vorjahr weitgehend unverändert: 40% der Anlagen in Fremdwährungen lauteten auf EUR (43% im Dezember 2017) und 34.4% auf USD (34%). Die restlichen Reserven entfielen auf den JPY (9.1%), das GBP (6.9%), den CAD (2.7%) und andere nicht näher aufgeschlüsselte Währungen (6.8%). In Bezug auf die Asset Allocation fiel die Gewichtung von Aktien von 21% vor einem Jahr auf zuletzt 19%, was wahrscheinlich dem Rückgang der globalen Aktienkurse im 4. Quartal 2018 zuzuschreiben war. Die SNB hielt Fremdwährungsreserven im Gegenwert von CHF 32.8 Mrd. in bar, was 4.5% der gesamten Asset Allocation entsprach. Der Rest war in Anleihen investiert.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Kreditvergabe an Nicht-Finanzunternehmen

Der Umfang der an Nicht-Finanzunternehmen vergebenen Kredite wuchs im Verlauf des Jahres 2018 meist rasant. Den grössten Beitrag zu diesem Wachstum leistete der Handelssektor, zu dem auch die Rohstoffhändler zählen. Letztere agierten wahrscheinlich als Haupttreiber der steigenden Kreditvergabe an Nicht-Finanzunternehmen, zumal ihre Geschäftsmodelle sehr hohe Umsätze generieren. Die Kreditvergabe an das verarbeitende Gewerbe nahm letztes Jahr deutlich zu und stand damit in Einklang mit der günstigen wirtschaftlichen Aktivität in diesem Sektor, die auch in den Geschäftsklimaumfragen zum Ausdruck kam. Da sich die Aktivität zum Jahreswechsel jedoch abkühlte, dürfte sich auch die Kreditnachfrage aus diesem Sektor abschwächen.

maxime.botteron@credit-suisse.com

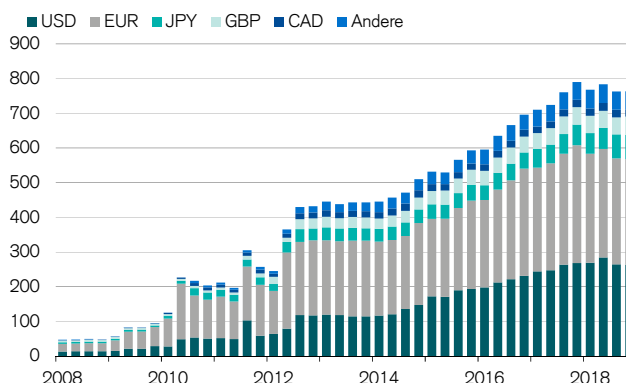
## Grenzüberschreitende Kapitalflüsse

In der Schweiz ansässige Anleger haben kaum einen Beitrag zum «Recycling» des Schweizer Leistungsbilanzüberschusses geleistet: Abgesehen von einigen wenigen Quartalen, insbesondere dem 1. Quartal 2015, als der CHF infolge der Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses durch die SNB deutlich aufwertete und sich ausländische Anlagen in der Folge verbilligten, haben sie nur in bescheidenem Umfang ausländische Aktien, Anleihen und Fondsanteile erworben. Im Gegensatz dazu traten nicht in der Schweiz ansässige Anleger unter dem Strich als Verkäufer von Schweizer Wertpapieren im Allgemeinen und Aktien im Besonderen auf, sodass Kapitalabflüsse resultierten.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Stabile EUR-Allokation

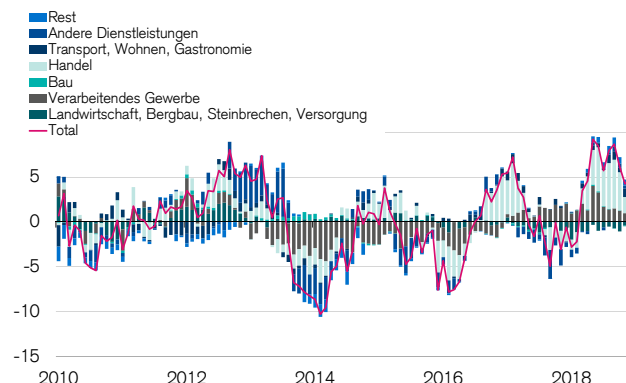
Fremdwährungsreserven der SNB, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

## Solides Kreditwachstum

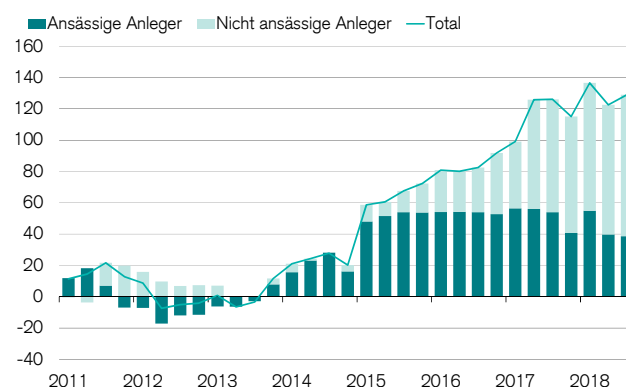
Wachstum der Kredite an Nicht-Finanzunternehmen, in % ggü. Vorjahr (ohne Hypotheken)



Quelle: SNB, Credit Suisse

## Ausländische Anleger haben Schweizer Aktien verkauft

Kumulierte Kapitalabflüsse aus Anlageportfolios seit dem 1. Quartal 2011, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

## Mietwohnungen

Aufgrund der rekordhohen Angebots- (5.3%) und Leerwohnungsziffern (2.5%) führt auf dem Mietwohnungsmarkt kein Weg an Mietpreiskorrekturen vorbei. Darauf deuten auch die Angebotsmieten hin, die bereits seit zwei bis drei Jahren sinkende Marktmieten signalisieren. Bei beiden Indizes hat sich der Preisrückgang jüngst immerhin nicht mehr verstärkt. Das Ausmass der Preisrückgänge unterscheidet sich aber je nach Index deutlich (letzter Datenpunkt Wüest Partner Index: -2.1% zum Vorjahr; Index von Homegate: -0.3%). Mit Verzögerung zeigen auch die effektiv abgeschlossenen Mietverträge seit dem 2. Quartal 2018 eine rückläufige Tendenz (-0.2%).

fabian.waltert@credit-suisse.com

## Wohneigentum

Wie von uns erwartet hat sich das Preiswachstum im Jahresverlauf 2018 etwas beruhigt und verläuft in den verschiedenen Preissegmenten wieder weitgehend homogen. Innert Jahresfrist belief sich das preisliche Plus bei mittleren Eigentumswohnungen (EWG) auf 1.7% und bei Einfamilienhäusern (EFH) auf 3.4%. Mit Ausnahme des Alpenraums und des Tessins konnten in fast allen Regionen steigende Eigentumspreise beobachtet werden. Wegen der nachlassenden konjunkturellen Impulse rechnen wir für 2019 mit einer leicht sinkenden Preisdynamik und einem Plus von nicht mehr als 2% im Mittel. Die Preise von Einfamilienhäusern dürften dabei stärker zulegen als jene von Eigentumswohnungen.

thomas.rieder@credit-suisse.com

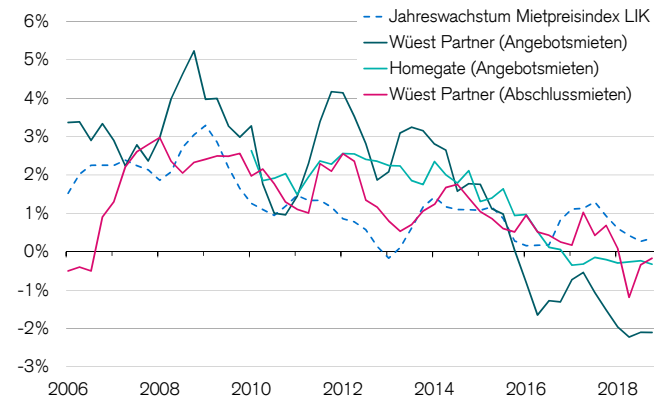
## Büroflächen

Die Wachstumsbeschleunigung kurbelte 2018 die Beschäftigung an und hat die während langer Zeit flauere Flächenachfrage wieder belebt. Allen Grosszentren ist dabei gemeinsam, dass die Erholung von den zentralen Lagen ausgeht. Hier haben die zur Vermietung ausgeschriebenen Büroflächen um rund ein Fünftel abgenommen. In Genf und Zürich hat die Erholung auch den mittleren Büromarkt erfasst. Dennoch sind die Angebotsquoten insgesamt weiter gestiegen, weil in den äusseren Büromärkten – mit Ausnahme von Lausanne – von der Erholung noch kaum etwas zu spüren ist. Für eine umfassende Erholung ist die weitere Entwicklung der Nachfrage bzw. des Beschäftigungswachstums ausschlaggebend.

alexander.lohse@credit-suisse.com

## Abschlussmieten seit Anfang 2018 rückläufig

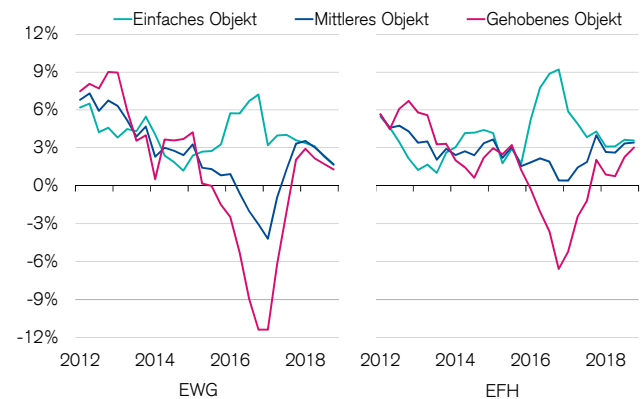
Mietpreisindizes im Vergleich, Jahreswachstumsraten



Quelle: Wüest Partner, Homegate, Bundesamt für Statistik

## Steigende Preise in allen Preissegmenten

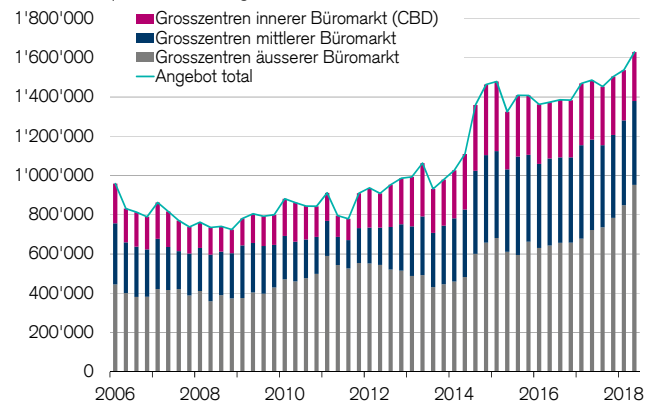
Jahreswachstumsraten Wohneigentum nach Preissegment



Quelle: Wüest Partner

## Büroflächenangebot nimmt in den Innenstädten ab

Summe der quartalsweise ausgeschriebenen Flächen\* (Bestand und Neubau), in m<sup>2</sup>



Quelle: Meta-Sys AG, Credit Suisse \* auf dem Internet ausgeschriebene Flächen



# 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

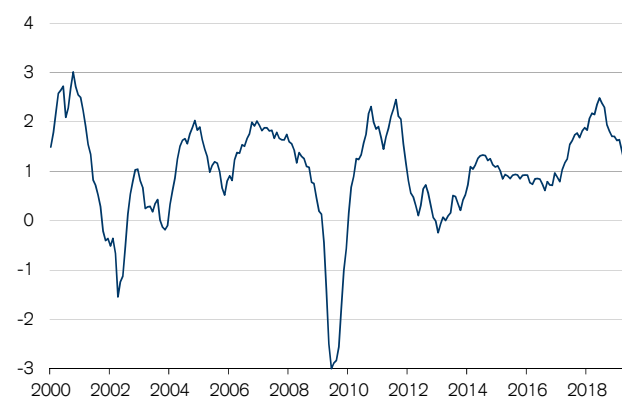
Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

## Exporte

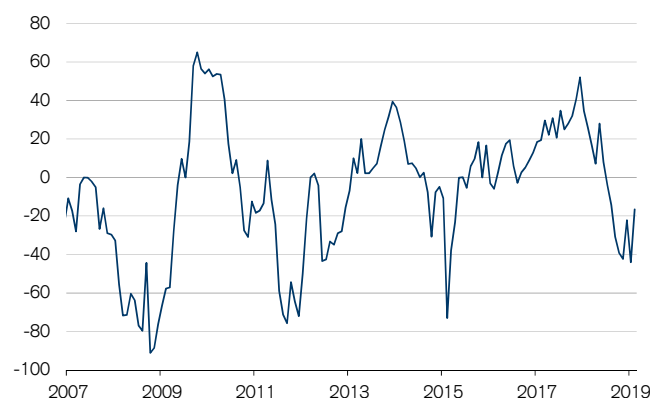
In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

## Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



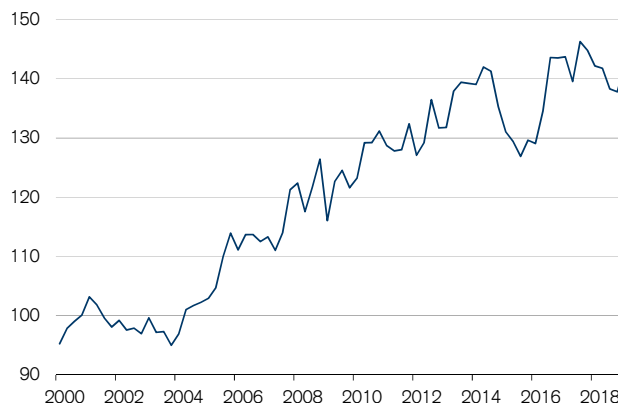
Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

## 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 der Credit Suisse berechnet und basiert hauptsächlich auf der quartalsweisen Erhebung des SBV bei seinen Mitgliedern. Zusätzliche Daten stammen vom Bundesamt für Statistik sowie vom Baublatt. Der Bauindex zeigt die Entwicklung ab dem 1. Quartal 1996 an.

## Baukonjunktur

1. Quartal 1996 = 100



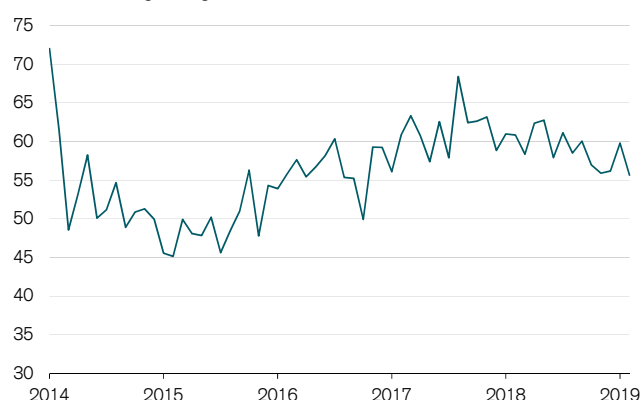
Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

## Dienstleistungs-PMI

Procure.ch, der Fachverband für Einkauf und Supply Management, und die Credit Suisse haben 2014 einen PMI für den Dienstleistungssektor lanciert. Der Dienstleistungs-PMI ist genau gleich aufgebaut wie der PMI für die Industrie. Werte über 50.0 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

## Makro-Momentum-Indikator

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

## Konjunktur



Quelle: Datastream, Credit Suisse

# Prognosen und Indikatoren

## Prognosen für die Schweizer Wirtschaft

	2019P 1. Quartal	2019P 2. Quartal	2019P 3. Quartal	2019P 4. Quartal	2020P 1. Quartal	2020P 2. Quartal	2020P 3. Quartal	2020P 4. Quartal	2019P	2020P
BIP (YoY, in %)	0.9	0.8	1.8	2.4	2.3	2.1	1.6	1.3	1.5	1.8
Privater Konsum	0.9	1.1	1.7	1.7	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
Staatskonsum	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
Bruttoanlageinvestitionen	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0
Bauinvestitionen	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.1
Ausrüstungsinvestitionen	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	2.5	2.5	2.5	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0	2.5	3.0
Importe (Güter und Dienstleistungen)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Inflation (in %)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
Arbeitslosigkeit (in %)	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5
Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten (YoY, in %)	0.8	0.8	1.3	1.5	1.5	1.3	1.0	1.0	1.2	1.2
Nettozuwanderung (in Tsd.)									55	55
Nominallohnwachstum (YoY, in %)									1.0	1.0
Leistungsbilanz (in % des BIP)									6.6	6.9

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 %
	2019	2020	2019	2020	2018	2018	2018	2018
Welt	2.8	2.9	2.5	2.5	7530	84'835	100	100
USA	2.3	2.1	1.5	2.2	328	20'513	16.3	6.2
Eurozone	1.2	1.6	1.3	1.5	341	13'738	44.3	61.7
Deutschland	0.9	1.5	1.6	1.6	83	4029	18.5	27.1
Frankreich	1.0	1.4	1.4	1.7	65	2795	6.3	8.0
Italien	0.1	0.9	0.9	1.4	61	2087	6.0	9.3
Grossbritannien	1.0	1.4	1.9	2.1	66	2809	3.8	3.8
Japan	0.8	0.7	0.6	0.5	126	5071	3.3	1.7
China	6.2	6.0	1.9	2.0	1397	13'457	5.2	7.1

Quelle: Datastream, Internationaler Währungsfond, Credit Suisse

## Zinsen und geldpolitische Angaben

	Aktuell	3M	12M		Aktuell	Vormonat	Vorjahr
3M-Libor (in %)	-0.70	-0.8 bis -0.6	-0.8 bis -0.6	Geldmenge M0 (CHF Mrd.)	562.3	555.3	548.4
SNB-Zielband (in %)	-1.25 bis -0.25	-1.25 bis -0.25	-1.25 bis -0.25	Geldmenge M1 (in %, ggü. Vorjahr)	5.1	5.5	7.5
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (in %)	-0.24	-0.3 bis -0.1	0.2 bis 0.4	Geldmenge M2 (in %, ggü. Vorjahr)	3.2	3.5	4.2
				Geldmenge M3 (in %, ggü. Vorjahr)	3.4	3.1	3.9
				Devisenreserven (in CHF Mrd.)	773.1	763.7	759.7

Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

## Wichtige Informationen

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

## Risikowarnung

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

Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse: <https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/>

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

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

### Finanzmarktrisiken

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

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

## Allgemeiner Haftungsausschluss/ Wichtige Information

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

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG, ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter dem folgenden Link: <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 Anlageleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko. **DATENSCHUTZ:** Ihre Personendaten werden gemäss den Grundsätzen über die Bearbeitung von Personendaten verarbeitet, die Sie von zu Hause aus auf der offiziellen Website von Credit Suisse unter [www.credit-suisse.com/ch/de/legal.html](http://www.credit-suisse.com/ch/de/legal.html) einsehen können

## Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Business Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich professionellen Kunden oder akkreditierten Anlegern gemäss der Definition der DFSA angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. 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) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France («französische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und den beiden französischen Aufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und Autorité des Marchés Financiers. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten Abschlüsse werden auf Wunsch bereitgestellt. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INF000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. 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 von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, verteilt. **Katar:** 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 ordnungsgemäss reguliert wird (QFC-Lizenz Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (wie von der QFCRA definiert) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem Nettovermögen von über QR 4 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. Aus diesem Grund dürfen andere Arten von Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. Da dieses Produkt/diese Dienstleistung nicht am Finanzplatz Katar registriert ist und von der QFCRA nicht beaufsichtigt wird, übernimmt die QFCRA keine Verantwortung für die Prüfung oder Verifizierung eines Prospekts oder anderer Dokumente in Zusammenhang mit diesem Produkt/dieser Dienstleistung. Aus diesem Grund hat die QFCRA diese Marketingunterlagen oder andere verbundene Dokumente nicht geprüft oder genehmigt oder Massnahmen getroffen, die in diesem Dokument dargelegten Informationen zu verifizieren, und ist dazu auch nicht verpflichtet. Anleger, die in dieses Produkt/diese Dienstleistung investieren, verfügen möglicherweise nicht über die gleichen Informationen, die sie zu einem am Finanzplatz Katar registrierten Produkt/einer am Finanzplatz Katar registrierten Dienstleistung erhalten würden. Das Produkt/die Dienstleistung, auf das/die sich diese Marketingunterlagen beziehen, kann illiquid und/oder Gegenstand von Beschränkungen beim Wiederverkauf sein. Das Beschreiten des Rechtswegs in Bezug auf das Produkt/die Dienstleistung und die damit verbundenen Personen kann Beschränkungen unterliegen oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land ausserhalb des Finanzplatzes Katar erfolgen. Künftige Käufer dieses angebotenen Produkts/dieser angebotenen Dienstleistung sollten ihre eigenen Due-Diligence-Prüfungen zu dem Produkt/der Dienstleistung durchführen. Falls Sie den Inhalt dieser Broschüre nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater hinzuziehen. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group

(CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Anlagen in Finanzmärkte können mit einem hohen Ausmass an Komplexität und Risiko einhergehen und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird veröffentlicht von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). **Mexiko:** Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) and C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («Credit Suisse Mexico»). Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt keine Empfehlung, Beratung oder Einladung zur Durchführung einer Transaktion dar und ersetzt nicht die direkte Kommunikation mit Ihrem Kundenberater bei der Credit Suisse Mexiko vor der Ausführung einer Finanzinvestition. Die Personen, die dieses Dokument ausgearbeitet haben, erhalten von keinem anderen Unternehmen der Credit Suisse Group als demjenigen, das sie beschäftigt, eine Zahlung oder Vergütung. Die Prospekte, Angebotsunterlagen, Termsheets, Anlagestrategien, Jahresberichte und periodischen Finanzinformationen enthielten nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente sind kostenlos erhältlich, direkt beim Emittenten von Wertpapieren und bei Anlagefondsmanagern oder auf der Wertpapier- und Börsen-Webseite sowie bei Ihrem Kundenberater bei der Credit Suisse Mexiko. Die hierin enthaltenen Informationen ersetzen nicht die Kontoauszüge, den INFORME DE OPERACIONES und/oder Bestätigungen, die Sie von der Credit Suisse Mexico gemäss den für Finanzinstitute und andere Personen, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, geltenden allgemeinen Regeln erhalten. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein nach dem Securities Market Law («LMV») ordnungsgemäss eingetragener Anlageberater, der bei der National Banking and Securities Commission («CNBV») unter der Foliennummer 30070 registriert ist und daher keine Bank ist, weder zur Entgegennahme von Einlagen noch zur Verwahrung von Wertpapieren berechtigt ist und nicht der Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. angehört. Gemäss den Bestimmungen des LMV ist die C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. kein unabhängiger Anlageberater gemäss ihrer Beziehung zur Credit Suisse AG, einem ausländischen Finanzinstitut, und ihrer indirekten Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. Die Personen, die dieses Dokument erstellt haben, erhalten von keinem anderen Unternehmen der Credit Suisse Group als demjenigen, das sie beschäftigt, eine Zahlung oder Vergütung. **Niederlande:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Netherlands Branch («niederländische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die niederländische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der niederländischen Aufsichtsbehörde De Nederlandsche Bank (DNB) sowie der niederländischen Marktaufsicht Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Österreich:** Dieser Bericht wird von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich («österreichische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die österreichische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien, Österreich. **Portugal:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A.,

Sucursal em Portugal («portugiesische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die portugiesische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörde Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem Unternehmen, das bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragen ist, verteilt. **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turkey. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern.

**USA: Weder dieser Bericht noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt, dorthin mitgenommen oder an US-Personen abgegeben werden. (im Sinne der Regulierungsvorschriften gemäss US Securities Act von 1933, in seiner gültigen Fassung).**

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2019 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

19C012A\_IS

## Weitere Publikationen der Credit Suisse

---

---

### **Retail Outlook 2019**

Die jährliche Studie zum Schweizer Detailhandel zeigt die konjunkturellen Perspektiven für die Branche und aktuelle Herausforderungen auf. Im Schwerpunktthema untersuchen wir unter anderem die Internationalisierung des Wettbewerbs im Detailhandel.

**8. Januar 2019**

---

### **Immobilienmarkt 2019**

Die jährlich publizierte Immobilienstudie analysiert die Auswirkungen der konjunkturellen Rahmenbedingungen, die aktuellen Herausforderungen sowie die strukturellen Veränderungen in den wichtigsten Immobiliensegmenten der Schweiz.

**5. März 2019**

---

### **Private Altersvorsorge: 3a-Sparen von Frauen und Familien**

Die Studie untersucht das Vorsorgeverhalten der Schweizer Bevölkerung. Der Fokus liegt dabei auf der gebundenen privaten Vorsorge (Säule 3a) von Frauen und Familien.

**April 2019**

---

### **Immobilienmonitor 2. Quartal 2019**

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

**6. Juni 2019**

---

**Der nächste Monitor Schweiz erscheint im Juni 2019.  
Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.**



**CREDIT SUISSE AG**

Investment Solutions & Products

Postfach 300

CH-8070 Zürich

**credit-suisse.com**