

Coronakrise: Was bedeuten die Staatsschulden für die Schweiz und ihre Wirtschaft?

Monitor Schweiz | 2.Q. 2020

Konjunktur Schweiz
Die Erholung hat begonnen

Seite 5

Fokus Schweizer Staatsschulden
Coronas-Schulden sind unproblematisch, Schuldenbremse bleibt aber sinnvoll

Seite 12

Geldpolitik
SNB-Sonderausschüttung würde Bundesschulden nicht senken

Seite 18



Herausgeber: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products

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

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



Autoren

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



Bestellungen

Direkt bei Ihrem Kundenberater



Mitwirkung

Ewelina Krankowska-Kedziora
Flurina Krähenbühl
Andreas Weber



Redaktionsschluss

10. Juni 2020



Copyright

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

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Rascher als weithin erwartet ist die Coronapandemie in der Schweiz abgeklungen. Erneute lokale Ausbrüche oder gar eine zweite Ansteckungswelle können zwar nicht ausgeschlossen werden, zumindest scheint es derzeit aber wahrscheinlich, dass man diese mittels Contact Tracing und gezielter Quarantänemassnahmen schnell in den Griff bekommen würde. Ein erneuter weitreichender Lockdown dürfte somit, so ist sehr zu hoffen, nicht erforderlich sein.

Im Zuge der Aufhebung der im März ergriffenen Lockdown-Massnahmen nimmt die Wirtschaft wieder Fahrt auf. Der Verlauf der Erholung wird grundsätzlich davon abhängen, wie rasch das Vertrauen von Konsumenten und Unternehmen in der Schweiz und bei unseren Handelspartnern zurückkehrt. Wir gehen von einem konjunkturellen Profil aus, das einem «schiefen» V ähnelt. Drei spezifische Faktoren sprechen unseres Erachtens für einen eher flachen Erholungspfad: erstens das nur langsame Anziehen der Exporte und Unternehmensinvestitionen; zweitens die Tatsache, dass sich die Beschäftigung nur langsamer erholen wird als sie gefallen ist, was auch die Zuwanderung dämpfen wird; und drittens die Sparquote der Haushalte, die trotz eines weitreichenden staatlichen Erwerbsersatzes eine Weile überdurchschnittlich hoch bleiben wird.

Nicht nur die Wirtschaft gewinnt mit der Lockerung an Schwung, sondern auch die politische Debatte. Intensiv diskutiert wird einerseits, wie man in Zukunft eine Pandemie verhindern oder zumindest besser bekämpfen könnte, und andererseits, ob und wie rasch die eingeführten wirtschaftspolitischen Stützmassnahmen wieder rückgängig gemacht werden sollen. Dass die Regierung, die Unternehmen und die Bevölkerung nicht überall genügend auf die Pandemie vorbereitet waren, lässt sich kaum bestreiten. Dass wir jedoch mit einer restriktiveren Einwanderungspolitik, einer auf Autarkie ausgelegten Landwirtschaftspolitik oder einer ausschliesslich heimischen Produktion von gesundheitlichem Schutzmaterial oder Medikamenten besser fahren würden, ist sehr zu bezweifeln. Im Gegenteil: Die Pandemie hat, so denken wir, die Vorteile einer in allen Belangen international diversifizierten Wirtschaft eher klarer hervorgehoben, verbessert Letztere doch die Chancen, flexibel auf eine derartige Krise reagieren zu können.

Die Vorteile einer flexiblen Reaktion haben sich auch im Fall der Wirtschaftspolitik gezeigt. Die Bereitschaft des Bundes, in Zusammenarbeit mit den Banken Unternehmen und Arbeitnehmern rasch und grosszügig unter die Arme zu greifen, hat die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie enorm gemildert. Auch die Schweizerische Nationalbank und die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht haben mit der Flexibilisierung von Regulierungen und der Schaffung neuer Kreditfazilitäten einen wertvollen Beitrag geleistet. Flexibilität ist unseres Erachtens auch in Zukunft gefragt: Die erhöhten Schulden des Bundes «stur» und mechanisch innerhalb der in der Schuldenbremse vorgesehenen sechs Jahre zurückzufahren, scheint uns nicht nur unnötig, sondern kontraproduktiv. Dass an den Grundprinzipien einer langfristig stabilitätsorientierten Fiskal- und Geldpolitik festgehalten wird, bleibt für den Erfolg der Schweiz jedoch zentral. Was wir darunter konkret verstehen, erläutern wir auf den folgenden Seiten.

Wir wünschen Ihnen eine interessante Lektüre sowie einen schönen Sommer und gute Gesundheit.



André Helfenstein
CEO Credit Suisse (Schweiz) AG



Oliver Adler
Chefökonom Schweiz

Konjunktur Schweiz	5
Die Erholung hat begonnen	
Die Schweizer Wirtschaftsleistung ist in der Coronakrise eingebrochen. Mit der Lockerung des Lockdowns zeigen sich aber nun erste Erholungszeichen. Die solide Entwicklung der Pharmaexporte, die Wirksamkeit der staatlichen Massnahmen sowie die Bodenbildung der Einkaufsmanagerindizes stimmen ebenfalls verhalten zuversichtlich.	
Konjunktur Monitor	9
Branchen Monitor	10
Fokus Schweizer Staatsschulden	12
Coronaschulden sind unproblematisch, Schulden-bremse bleibt aber sinnvoll	
Eine Zunahme der Staatsverschuldung im Jahr 2020 ist unvermeidbar. Für den zukünftigen finanziellen Spielraum, das Zinsniveau oder das Rating der Schweiz stellt das neue Schuldenniveau jedoch keine Gefahr dar. Ein schonender, langfristiger Abbau der Zusatzschulden ist daher unbedenklich und wird durch die Sonderregeln der Schuldenbremse gedeckt.	
Geldpolitik	18
SNB-Sonderausschüttung würde Bundesschulden nicht senken	
Wenn das Parlament nicht bald eine Entscheidung trifft, könnte die Schuldenbremse eine sechsjährige Phase fiskalischer Austerität auslösen. Es wird mitunter argumentiert, dass sich ein solcher Sparkurs vermeiden liesse, indem die Reserven der Schweizerischen Nationalbank (SNB) angezapft werden. Dieser Trick würde indes an der eingeschränkten Haushaltslage des Bundes nichts ändern.	
Geldpolitik I Monitor	19
Immobilien Monitor	20
Credit Suisse Vorlaufindikatoren	21
Prognosen und Indikatoren	23

Die Erholung hat begonnen

Die Schweizer Wirtschaftsleistung ist in der Coronakrise eingebrochen. Mit der Lockerung des Lockdowns zeigen sich aber nun erste Erholungszeichen. Die solide Entwicklung der Pharmaexporte, die Wirksamkeit der staatlichen Massnahmen sowie die Bodenbildung der Einkaufsmanagerindizes stimmen ebenfalls verhalten zuversichtlich.

Historischer BIP- und Konsumeinbruch im 1. Quartal 2020

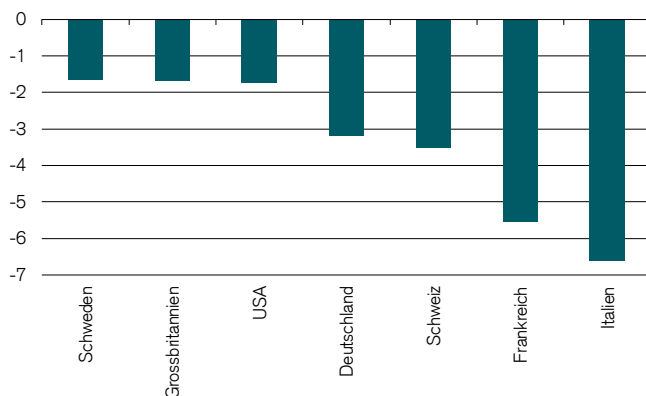
Im 1. Quartal 2020 hat das Bruttoinlandprodukt (BIP) der Schweiz im Vergleich zum Vorquartal um 2.6% abgenommen. Dies ist der stärkste Einbruch seit Beginn der Erhebung im Jahr 1980. Betriebsschliessungen sowie die generelle Verunsicherung haben zu historischen Rückgängen in den Bereichen Gastronomie und Transport, aber auch im Gesundheitswesen und in grossen Teilen des Detailhandels geführt. Alles in allem gingen die privaten Konsumausgaben um 3.5% zurück. Der durch die Coronamassnahmen bedingte Konsumeinbruch im 1. Quartal hierzulande ist vergleichbar mit demjenigen in Deutschland, während er in Frankreich und Italien noch markanter ausfiel (vgl. Abb. 1). In Schweden, den USA und Grossbritannien, die zu diesem Zeitpunkt weniger strenge Massnahmen verhängt hatten, war die Entwicklung hingegen weniger negativ.

Tiefpunkt dürfte im 2. Quartal erreicht sein

Die Konsumententwicklung im 1. Quartal bestätigt unsere Schätzungen, wonach die Schweizer Haushalte während des Lockdowns rund 20% weniger ausgegeben haben als in normalen Zeiten. Weil der Grossteil der Lockdown-Tage auf die Monate April und Mai entfällt, dürfte der Konsumeinbruch im 2. Quartal sogar doppelt so hoch ausfallen. Umgekehrt bedeutet der zurückhaltende Konsum infolge des Lockdowns aber auch, dass viele Haushalte in dieser Phase Geld auf die Seite legen konnten. Die finanzielle Verfassung der meisten Haushalte präsentierte sich zum Zeitpunkt der Lockerungsmassnahmen Ende Mai somit wesentlich besser, als dies der Wirtschaftseinbruch historischen Ausmasses erwarten liesse. Der Einkommensverlust aufgrund von Arbeitslosigkeit, Kurzarbeit oder anderen Arbeitseinschränkungen wird gemäss unseren Berechnungen nicht vollständig durch staatliche Zuwendungen oder Zahlungen der Arbeitslosenversicherung kompensiert, weshalb das Einkommen eines durchschnittlichen Haushalts um knapp 5% tiefer sein dürfte als zuvor. Indessen machen die zusätzlichen Ersparnisse aus der Lockdown-Zeit diesen Verlust über alle Haushalte hinweg mehr als wett.

Abb. 1: Konsumeinbruch im 1. Quartal im Vergleich

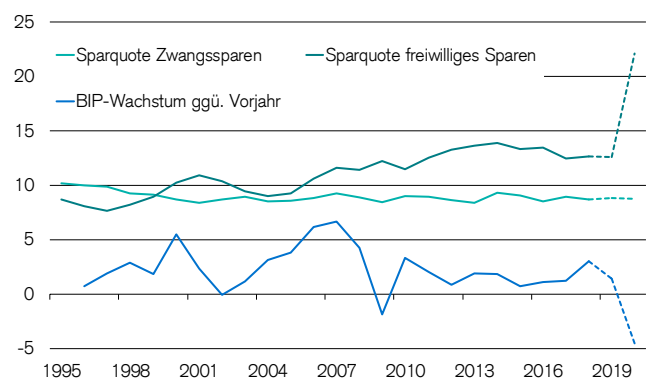
Veränderung des privaten Konsums im 1. Quartal 2020 ggü. Vorquartal, real in %



Quelle: Datastream, Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse

Abb. 2: Sparquote unüblich hoch

In %



Quelle: Bundesamt für Statistik; ab 2019: Schätzungen Credit Suisse

Rekordhohe Ersparnisse bieten Potenzial für Nachholkonsum

Die Sparquote, welche die Ersparnisse ins Verhältnis zum Einkommen setzt, ist dementsprechend auf einen historischen Höchststand gestiegen. Eine höhere Sparneigung ist in wirtschaftlich unsicheren Zeiten keine Seltenheit. Aus Abbildung 2 ist ersichtlich, dass sich die «freiwillige Sparquote» (Sparen ausserhalb der obligatorischen Altersvorsorge) in der Vergangenheit während Rezessionen jeweils verändert hat, während das «Zwangssparen» (obligatorische Altersvorsorge) kaum auf das wirtschaftliche Umfeld reagiert. Im Vergleich zu ähnlichen Phasen in der Vergangenheit ist der aktuelle Anstieg der freiwilligen Sparquote von rund 13% auf 22% aber wohl viel höher als beabsichtigt ausgefallen. Wir erwarten daher, dass die Haushalte in den kommenden Monaten einen beträchtlichen Teil ihrer zusätzlichen Ersparnisse wieder ausgeben werden. Konkreter schätzen wir, dass sie zwei Drittel der akkumulierten Mittel, also rund CHF 5.5 Mrd., wieder in den Umlauf bringen werden und damit rund die Hälfte des Konsumeinbruchs wieder wettgemacht wird.

Aufhebung des Lockdowns wirkt unmittelbar positiv, ...

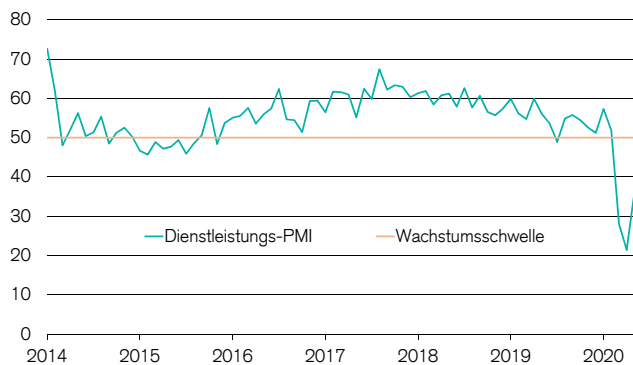
Der Anstieg des Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor im Mai liefert einen Anhaltspunkt dafür, wie rasch sich die wirtschaftliche Lage mit der Aufhebung der Beschränkungen verbessert (vgl. Abb. 3). Rund zwei Wochen nach dem zweiten Lockerungsschritt hatte der Dienstleistungs-PMI knapp die Hälfte seines historisch tiefen Einbruchs von März und April wieder gutgemacht. Alternative Indikatoren zum Zustand der Wirtschaft unterstreichen dieses positive Bild: Gemäss Analysen des Projekts MonitoringConsumptionSwitzerland waren die Umsätze mit Bankkarten Ende Mai schon deutlich überdurchschnittlich und lagen mehr als doppelt so hoch wie am Tiefpunkt während des Lockdowns im April – und dies selbst dann, wenn die aus hygienischen Bedenken geringere Verwendung von Bargeld berücksichtigt wird. Gleichzeitig hatte sich das wirtschaftliche und gesellschaftliche Leben Ende Mai gemäss Mobilitätsdaten der Konjunkturforschungsstelle (KOF) der ETH Zürich etwa zur Hälfte wieder normalisiert, und laut der Website TrendEcon deuteten die Suchanfragen bei Google auf eine ähnlich konsumfreundliche Stimmung hin wie vor der Coronakrise. Die «Fieberkurve für die Schweizer Wirtschaft», die Forscher der Universität Neuenburg täglich mittels Finanzmarktdaten und Newsmeldungen messen, notierte derweil wieder tiefer als vor dem Lockdown und erreichte ähnliche Werte wie Anfang März.

... der Weg zur Normalität ist aber noch lang

Trotz dieser ersten Erholung ist der Konsum aber noch ein gutes Stück von der Normalität entfernt. Der Dienstleistungs-PMI liegt weiterhin deutlich unter der Wachstumsschwelle, was auf nach wie vor sinkende Umsätze hindeutet. Zudem ist davon auszugehen, dass der zweite Teil der Erholung deutlich langsamer vonstattengehen wird. Denn erstens ist das physische Angebot in den Läden und Geschäften nach wie vor beschränkt, weil die Coronamassnahmen Platz benötigen. Zweitens sind die Konsumenten verunsichert: Sowohl die Angst vor Ansteckungen als auch diejenige um den Arbeitsplatz belasten die Stimmung. Drittens verlangsamt sich die Zuwanderung in die Schweiz als Folge der geschlossenen Grenzen und weniger Neueinstellungen. Wir rechnen für das gesamte Jahr 2020 mit einer Nettozuwanderung von noch 35'000 bis 40'000 Personen (nach 53'000 im Vorjahr). Anders als in früheren Krisen (Finanzkrise, Eurokrise, Frankenschock) erodiert damit eine wichtige Konsumstütze. Unter dem Strich gehen wir daher von einem Rückgang des privaten Gesamtkonsums im laufenden Jahr um 2.1% aus.

Abb. 3: PMI Dienstleistungen macht Hälfte des Einbruchs wett

PMI > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Abb. 4: Heterogene Exportentwicklung

Entwicklung Warenexporte gegenüber Dezember 2019 nach Branchen, saisonbereinigte Warenwerte

	Chemie	Fahrzeugbau	Lebensmittel	Medizintechnik	Pharma	Textil & Bekleidung	Uhren	MEM
Jan 20	8%	24%	-1%	0%	8%	1%	6%	-1%
Feb 20	14%	3%	0%	-1%	0%	3%	-3%	3%
Mär 20	16%	-30%	-2%	-5%	18%	-5%	-20%	-11%
Apr 20	14%	-51%	-6%	-31%	10%	-27%	-80%	-17%

Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Pharmasektor stützt Exportentwicklung

Wie vorteilhaft das hohe Gewicht des Pharmasektors (50% der Exporte) und dessen geringe kurzfristige Konjunktursensitivität für die Exportentwicklung derzeit sind, verdeutlichen die Aussenhandelszahlen für das 1. Quartal. So nahmen die Warenexporte gemäss Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) um 3.4% zu, obwohl die Exporte der konjunktursensitiven Industriebranchen deutlich nachgaben. In den Aussenhandelszahlen der Eidgenössischen Zollverwaltung spiegeln sich die markanten Unterschiede nach Branchen eindrücklich wieder (vgl. Abb. 4): Die Uhrenexporte sind regelrecht eingebrochen, und die Ausfuhren der Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM-Industrie) waren im April um beinahe ein Fünftel geringer als noch zu Beginn des Jahres.

Silberstreifen in Asien für die MEM-Industrie

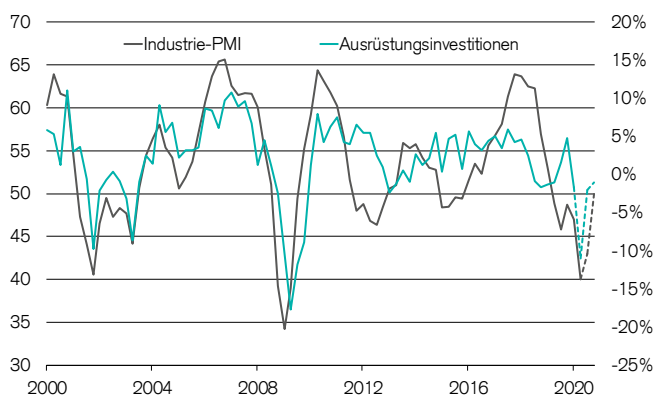
Der Tiefpunkt sollte jedoch für die Exporteure von Investitionsgütern bald erreicht sein. Im April sind die MEM-Ausfuhren in die Länder, welche die Coronarestriktionen damals bereits lockern konnten, wie beispielsweise China, Hongkong oder Japan, allesamt wieder gestiegen. Dies lässt auch auf eine baldige Stabilisierung in Europa hoffen. Die Verzögerung, mit der das Coronavirus und der Lockdown die USA erreicht haben, lässt hingegen befürchten, dass sich die Nachfrage nach Schweizer MEM-Exporten dort in den kommenden Monaten noch weiter verringern könnte. Zudem dürfte die Situation für die Uhrenindustrie, die stark von der internationalen Konsumentenstimmung abhängig ist, noch länger problematisch bleiben. Der schlimmste Einbruch sollte folglich in den meisten Exportbranchen bald vorüber sein, doch der Weg zur Normalität ist noch lang. Es ist davon auszugehen, dass der globale Handel noch länger unter der gedämpften Nachfrage (vor allem nach Investitionsgütern) und eingeschränkten Transportkapazitäten leiden wird. Insbesondere die interkontinentale Mobilität dürfte noch länger eingeschränkt bleiben, weshalb wir erwarten, dass das Exportvolumen 2020 trotz solider Pharmaexporte um 6.5% tiefer ausfallen wird als im Vorjahr.

Nachfrageschwäche fliesst teilweise ins Ausland ab

Der negative Beitrag des Aussenhandels zum BIP ist indes geringer, als der Exportrückgang auf den ersten Blick erwarten lässt, weil weniger Vorleistungen aus dem Ausland benötigt werden. Gemäss Schätzungen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ist in Schweizer Industrieexporten im Durchschnitt rund ein Drittel an ausländischen Vorleistungen enthalten. Auch bei den Konsumgütern ist der Importanteil hoch und beläuft sich beispielsweise bei den besonders konjunktursensitiven langlebigen Konsumgütern auf schätzungsweise zwei Drittel. Auch diese Güter werden angesichts der geringen Konsumnachfrage hierzulande weniger importiert. Infolge der stark rückläufigen Importe war der Schweizer Überschuss im Warenhandel mit dem Ausland (Exporte abzüglich Importe, also der Nettobeitrag zum BIP) im April mit CHF 4.3 Mrd. so hoch wie noch nie seit Beginn der Erhebung der Aussenhandelsstatistik.

Abb. 5: PMI Industrie deutet auf Bodenbildung der Investitionen hin

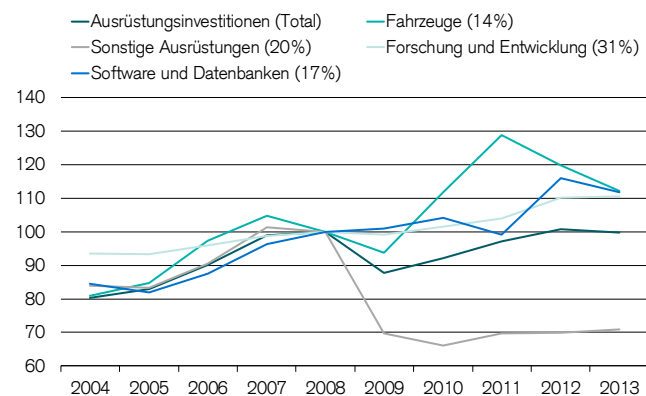
PMI > 50 = Wachstum; Ausrüstungsinvestitionen ggü. Vorjahr, real



Quelle: procure.ch, Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Prognosen Credit Suisse

Abb. 6: Pharmabranche stützt auch bei den Investitionen

Entwicklung der verschiedenen Kategorien von Ausrüstungsinvestitionen, Index 2008 = 100, real (in Klammer: Anteil am Total der Ausrüstungsinvestitionen)



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse

**Ausrüstungs-
investitionen könnten
bald Boden finden, ...**

Während des Lockdowns dürften alle nicht unmittelbar notwendigen Investitionen gestoppt worden sein. Entsprechend haben die Ausrüstungsinvestitionen im 1. Quartal um 4.0% abgenommen, und wir rechnen damit, dass das Minus im 2. Quartal noch deutlich stärker ausfallen wird. Im Zuge der Lockerung sollte jedoch eine Erholung einsetzen. Schliesslich sind die Hürden für einen erneuten Lockdown angesichts sinkender Fallzahlen und eines zunehmenden Wissens über das Virus hoch, weshalb die Unternehmen davon ausgehen dürften, dass sich die Situation im Jahresverlauf entspannen wird. Die Bodenbildung des PMI für den Industriesektor kurz nach der Lockerung im Mai deutet denn auch auf eine Entspannung bei den Ausrüstungsinvestitionen hin (vgl. Abb. 5). Die Entwicklung der Industrie-PMI in Asien (wo der Lockdown schon länger zurückliegt) lässt ebenfalls darauf schliessen, dass der Einbruch der Ausrüstungsinvestitionen auch hierzulande geringer und zeitlich kürzer sein wird als in der Finanzkrise 2009.

**... zumal die Pharma-
industrie auch hier
hilft**

Es ist darüber hinaus zu erwarten, dass die Investitionen in den Bereichen «Forschung und Entwicklung» (knapp ein Drittel der Ausrüstungsinvestitionen) sowie «Software und Datenbanken» (17% der Ausrüstungsinvestitionen) den Rückgang der Gesamtinvestitionen mildern werden. Beide Kategorien haben sich selbst in der Finanzkrise als recht immun gegen den wirtschaftlichen Einbruch erwiesen (vgl. Abb. 6). Erstere wird zudem durch die wachstumsstarke Pharmaindustrie dominiert, während Letztere von der rasanten Digitalisierungswelle infolge der steigenden Nutzung von Home Offices und Webshops profitieren dürfte. Alles in allem prognostizieren wir einen Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen von 4.0% im Jahresdurchschnitt 2020.

**Geringere
Bauinvestitionen
im Jahr 2020**

Die Bauinvestitionen dürften mit einem Minus von 2.5% ebenfalls rückläufig sein, obwohl die Zinsen weiterhin extrem tief und die meisten Baustellen selbst während des Lockdowns offen geblieben sind. Die Verunsicherung wirkt jedoch dämpfend. Zudem werden die steigenden Leerstände im Mietwohnungssegment zu einem Rückgang der Neuprojekte führen. Derweil sollte der staatliche Konsum gemäss unseren Prognosen dieses Jahr deutlich zunehmen und damit einen willkommenen Beitrag zur Stabilisierung der Konjunktur leisten (+3%).

**BIP-Entwicklung
gleichet einem
schiefen V**

Mit der Lockerung des Lockdowns beginnt sich die Wirtschaft unmittelbar zu erholen. Der weitere Verlauf dieser Erholung wird nach einem anfänglichen Aufbäumen aber wohl eher schleppend verlaufen. Entsprechend dürfte die Entwicklung des BIP im Jahresverlauf einem schiefen V ähneln. Wegen der historischen Einzigartigkeit der Coronakrise sind die Prognoseunsicherheiten allerdings ausserordentlich hoch. Wir bleiben angesichts der immer zahlreicheren Silberstreifen am Horizont bei unserer im Vergleich zu anderen Instituten optimistischen Einschätzung für dieses Jahr. Insbesondere die bisher solide Entwicklung der Pharmaexporte, die Wirksamkeit der staatlichen Massnahmen zur Stützung der Einkommen und zur Verhinderung von Unternehmenskonkursen sowie die Bodenbildung der PMI stimmen uns zuversichtlich. Auch wir gehen aber davon aus, dass die Erholung 2021 nicht kräftig genug sein wird, um das BIP vor dem Jahresende 2021 wieder auf das Vorkrisenniveau steigen zu lassen. Konkret prognostizieren wir für 2020 einen BIP-Einbruch um 4% (Prognose 17.4. 2020: -3.5%) und für 2021 ein Wachstum um 3.5%.

claude.maurer@credit-suisse.com

Inflation

Die Preise von 35% aller Güter und Dienstleistungen sind in der Schweiz derzeit tiefer als vor einem Jahr, bei rund 20% beträgt der Abschlag sogar mehr als 2%. Einige der Preisrückgänge sind wohl nur vorübergehend, denn während des Lockdowns nicht abgesetzte Produkte werden momentan mit Rabatt verkauft. Angesichts der bis auf Weiteres schwachen Nachfrage und der gesunkenen Weltmarktpreise für Erdöl ist jedoch auch in den kommenden Monaten verbreitet mit negativen Inflationsraten zu rechnen. Wir prognostizieren für 2020 eine durchschnittliche Inflationsrate von -0.7% und für 2021 ein leichtes Preisplus von 0.3% .

maxime.botteron@credit-suisse.com

Arbeitsmarkt

Zwischen Ende Februar und Ende Mai nahm die Zahl der Arbeitslosen um über 38'000 zu (+32%), und die Arbeitslosenquote stieg von 2.5% auf 3.4% (nicht saisonbereinigt). Rund ein Viertel dieses Anstiegs ist alleine auf das Gastgewerbe zurückzuführen. Dank des massiven Einsatzes von Kurzarbeit in vielen Branchen konnte eine drastischere Entwicklung der Arbeitslosenzahlen bisher verhindert werden. In den nächsten Monaten ist allerdings mit weiteren Einstellungsstopps, Restrukturierungen und Konkursen – und somit mit einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit – zu rechnen. Die Arbeitslosenquote dürfte Ende Jahr bei über 4.0% liegen (Durchschnitt 2020: 3.5%; 2021: 3.8%).

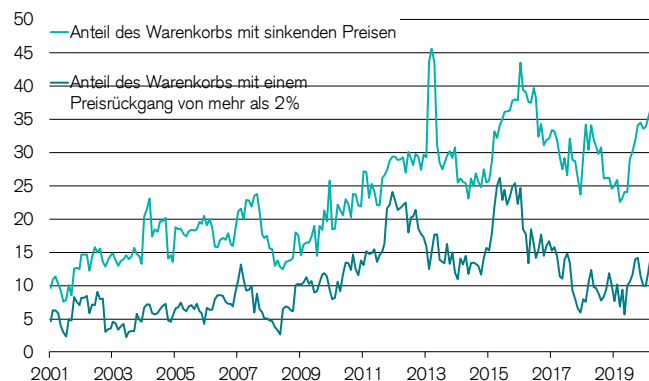
emilie.gachet@credit-suisse.com

Zuwanderung

Im 1. Quartal 2020 sind per Saldo 19'900 ausländische Personen zugewandert, 30% mehr als in der Vorjahresperiode. Erst am 25. März wurden Aufenthaltsgesuche mit wenigen Ausnahmen sistiert, und Visa verloren ihre Gültigkeit. Folglich ist für die Folgemonate mit einem deutlichen Rückgang der Migrationszahlen zu rechnen. Seit dem 11. Mai werden Aufenthaltsgesuche wieder bearbeitet und erste Lockerungen realisiert (z.B. beim Familiennachzug). Die Erteilung von neuen Bewilligungen für Schengen- und Drittstaaten bleibt jedoch bis zum 15. Juni eingestellt. Die Arbeitskräftenachfrage dürfte zudem noch länger unter der konjunkturellen Eintrübung leiden.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

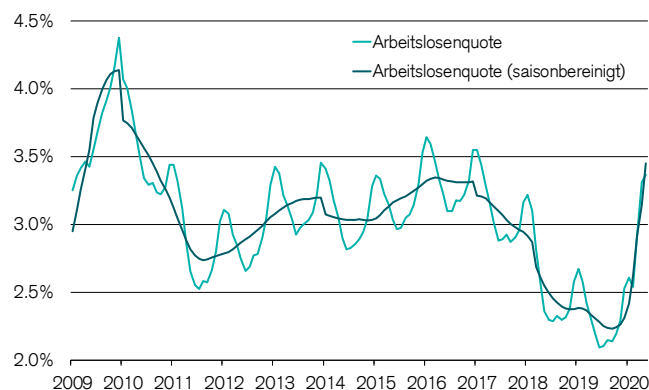
Preise sinken auf breiter Front



Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS), Credit Suisse

Schneller Anstieg der Arbeitslosenquote seit März

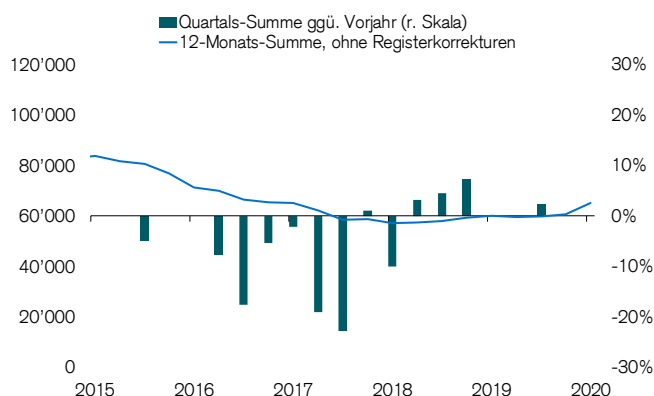
Anteil der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierten Arbeitslosen an den Erwerbspersonen



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft, Credit Suisse. Letzter Datenpunkt: Mai 2020

Coronaeffekt in der Statistik noch nicht sichtbar

Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Pharmazeutische Industrie

Während die durch das Coronavirus bedingten Lockdowns in den wichtigsten Abnehmermärkten in vielen Branchen zu einem Einbruch der Nachfrage geführt haben, nahmen die Pharmaexporte im 1. Quartal 2020 weiter zu. Ihr relativ starker Anstieg im März war unter anderem darauf zurückzuführen, dass sich Spitäler und Ärzte aus Angst vor Lieferengpässen sowie Private zwecks Reduzierung der Arztbesuche einen Vorrat an wichtigen Medikamenten anlegten. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Effekt im Verlauf des Jahres aufheben wird. Von der Rückkehr zum Normalbetrieb in Spitälern und Arztpraxen dürften jedoch Pharmaexporte im Bereich Therapien profitieren.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM)

Die Unterbrechung der Lieferketten und die Zurückhaltung bei den Unternehmensinvestitionen infolge der Coronakrise haben die Schweizer MEM-Exporte bereits im 1. Quartal belastet. Die Einkaufsmanagerindizes deuten darauf hin, dass sich am negativen Bild in den Abnehmerregionen Europa und USA auch in den nächsten ein bis zwei Monaten noch wenig ändern wird. Einzig in China scheint sich die Situation dank der Wiederaufnahme der Wirtschaftsaktivität stabilisiert zu haben. Wir erwarten folglich eine Erholung der Nachfrage in diesem Markt.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

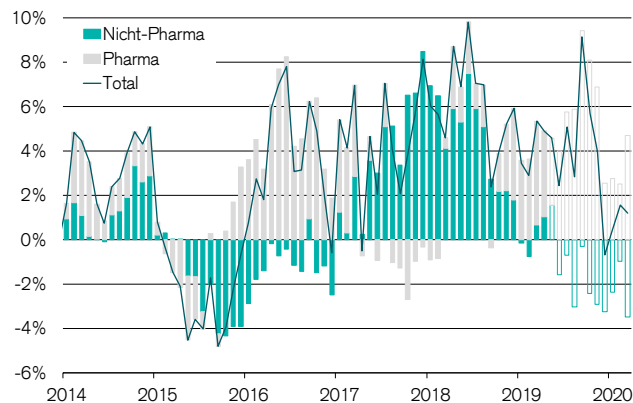
Uhrenindustrie

Anders als bei den MEM-Exporten ist für die Entwicklung der Schweizer Uhrenexporte nicht die Stimmung in der Industrie entscheidend, sondern die Konsumentenstimmung im Ausland. Letztere hat sich mit etwas Verzögerung massiv eingetrübt. Nachdem sich die Uhrenausfuhren im Januar und Februar noch gut behauptet hatten, brachen sie im März stark ein. Einzig die Exporte in die USA entwickelten sich im März noch positiv. Der darauffolgende Lockdown in den USA dürfte diesem Trend jedoch ein Ende gesetzt haben. Einkommensausfälle und die erhöhte Vorsicht der Konsumenten werden die Uhrenbranche auch in näherer Zukunft belasten.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Pharmaexporte profitieren von Käufen auf Vorrat

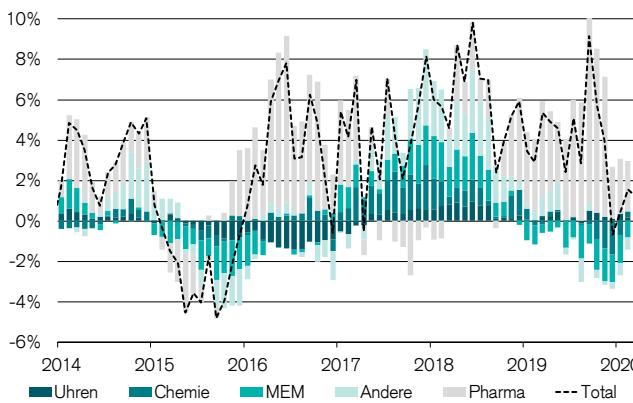
Exporte: Wachstumsbeitrag, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Coronakrise beeinträchtigt MEM-Exporte besonders stark

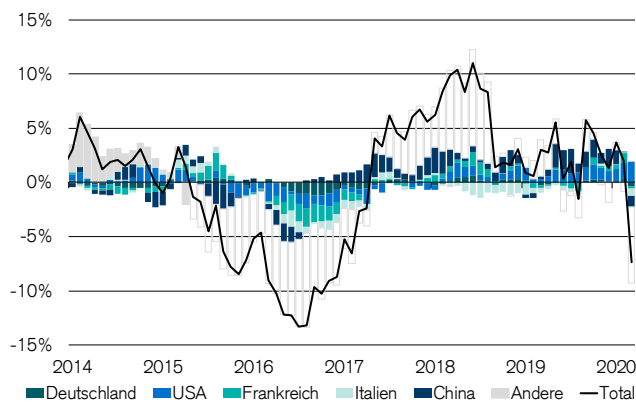
Exporte: Wachstumsbeitrag nach Regionen, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Schlechte Konsumentenstimmung trifft Uhrenexporte

Exporte: Veränderung gegenüber Vorjahr und Anteil an Gesamtexporten 2019



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Detailhandel

Die Coronakrise hat sich im 1. Quartal je nach Segment stark unterschiedlich auf die stationären Detailhandelsumsätze ausgewirkt. Die Schliessung der Grenzen – Stichwort Einkaufstourismus – sowie der Restaurants und Bars verhalf den Food-Händlern im März zu einem sprunghaften Anstieg der Absätze. In den meisten Non-Food-Segmenten wirkte sich der Lockdown ab Mitte März jedoch bereits in beachtlichem Ausmass negativ auf die Umsätze aus. Für das 2. Quartal erwarten wir eine Verstärkung dieses Negativ-trends, weil der Lockdown von April bis Mitte Mai am intensivsten war.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Tourismus

Die Verbreitung des Coronavirus und die darauffolgenden weltweiten Schliessungen der Grenzen haben im März zu einem historisch einmaligen Einbruch der Logiernächte in der Schweiz geführt. Besonders bei Besuchen europäischer und inländischer Gäste kam es im März zu einem starken Rückgang. Für das 2. Quartal erwarten wir indes eine deutliche Verschlechterung auch bei amerikanischen Gästen. Obwohl der Betrieb ab Mitte Mai graduell wieder aufgenommen wurde, dürften sich die nur langsame Grenzöffnung und die betrieblichen Einschränkungen (u.a. zur Einhaltung der Social-Distancing-Regeln) in absehbarer Zukunft weiterhin negativ auf die Tourismusbranche auswirken.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

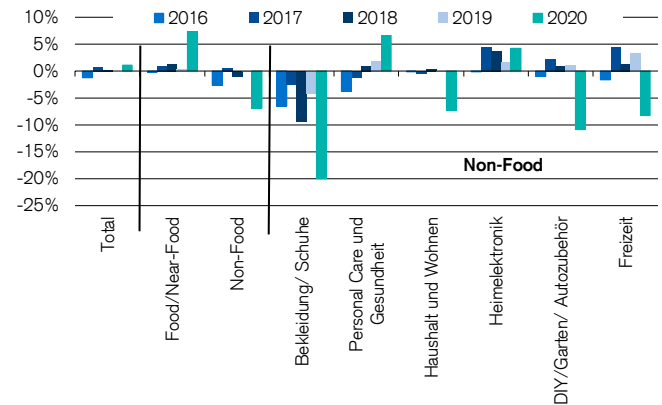
Informationstechnologie (IT)

Auch in der sonst eher optimistischen IT-Branche hat sich die Stimmung stark verschlechtert. Aktuell liegt der Saldo zwischen den Unternehmen, die ihre Geschäftslage als positiv beurteilen, und denjenigen, die sie als negativ einschätzen, nur noch bei 7%. Tiefere Werte wurden lediglich 2009 während der Finanzkrise erreicht. Da alle wichtigen Abnehmerbranchen der IT-Dienstleister von der Coronakrise in Mitleidenschaft gezogen werden, gehen wir davon aus, dass sich die Werte nur langsam erholen.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Lockdown ab Mitte März belastet Umsatz im 1. Quartal

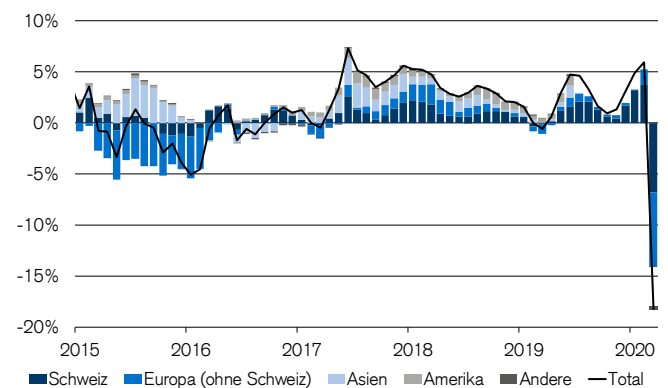
Nominale Detailhandelsumsätze, Wachstum gegenüber Vorjahr, 2020: Januar – März



Quelle: GfK, Credit Suisse

Einbruch der Logiernächte schon im März

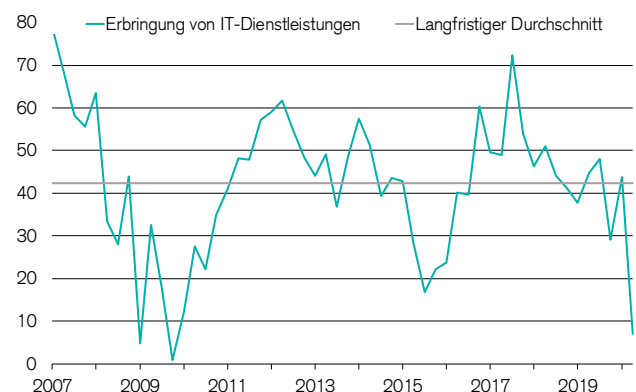
Logiernächte nach Gästeherkunft: Wachstumsbeitrag, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

IT-Branche: Stimmung fast so schlecht wie während Finanzkrise

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



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

Coronaschulden sind unproblematisch, Schuldenbremse bleibt aber sinnvoll

Eine Zunahme der Staatsverschuldung im Jahr 2020 ist unvermeidbar. Für den zukünftigen finanziellen Spielraum, das Zinsniveau oder das Rating der Schweiz stellt das neue Schuldenniveau jedoch keine Gefahr dar. Ein schonender, langfristiger Abbau der Zusatzschulden ist daher unbedenklich und wird durch die Sonderregeln der Schuldenbremse gedeckt.

Übersicht über Fiskalmassnahmen im internationalen Vergleich

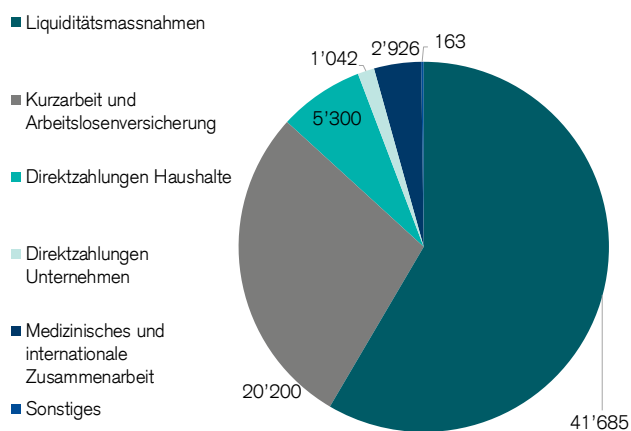
Zwischen März und Mai 2020, als zwecks Pandemiebekämpfung weitreichende Einschränkungen galten, wurden vom Bundesrat Fiskalmassnahmen von über CHF 70 Mrd. beschlossen (vgl. Abb. 1). Bezüglich der Höhe der Ausgaben bewegt sich die Schweiz im internationalen Vergleich damit allerdings nur im unteren Mittelfeld. Länder wie Deutschland, Frankreich oder Italien haben gemessen am Bruttoinlandprodukt (BIP) wesentlich höhere Liquiditätshilfen zugesichert, aber auch die direkten Fiskalimpulse sind in Deutschland und den USA grösser (vgl. Abb. 2).

Schweizer Massnahmen: Effizienz vor Umfang

Indessen ist der reine Umfang der angekündigten Massnahmen nicht das einzige Kriterium für eine wirksame Fiskalreaktion. Wesentlich erfolgsentscheidender ist, dass derartige Massnahmen gerade im Lockdown, der die Wirtschaft praktisch über Nacht lahmgelegt hat, zeitnah und unbürokratisch implementiert werden und vor allem den Betroffenen helfen. Bezüglich dieser Kriterien schneiden die Schweizer Massnahmen gut ab (vgl. Abb. 3). Die Infrastruktur zur Auszahlung der COVID-19-Überbrückungskredite für Unternehmen über die Geschäftsbanken, inklusive einer Refinanzierungsfazilität bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB), stand innerhalb einer Woche nach ihrer Ankündigung und wurde gerade in den ersten Tagen rege genutzt. Die zeitnahe Unterstützung der Haushaltseinkommen war durch bestehende automatische Stabilisatoren wie die Kurzarbeit ebenfalls sichergestellt.

Abb. 1: Fiskalmassnahmen in der Schweiz

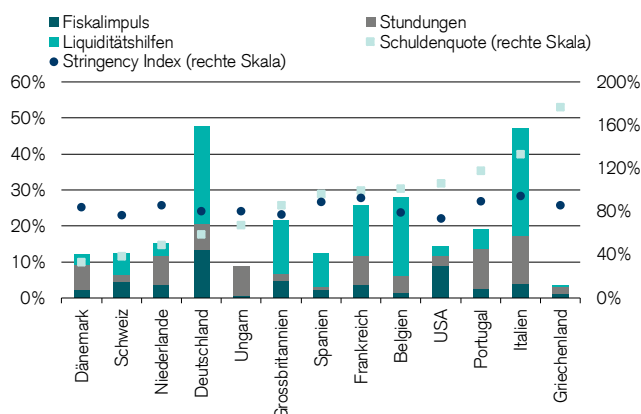
In CHF Mio.



Quelle: Bundesrat

Abb. 2: Fiskalpakete im internationalen Vergleich

In % des BIP, Index von 0 bis 100



Quelle: Bruegel, Bundesamt für Sozialversicherungen, Eidgenössische Steuerverwaltung, OxCGR Team der Blavatnik School of Government, Credit Suisse

Kurzarbeit verhindert eine zehn Prozentpunkte höhere Arbeitslosigkeit

Die Kurzarbeit, die schon in der Finanzkrise 2009 abfedernd wirkte, hat auch in der aktuellen Rezession einen abrupten Anstieg der Arbeitslosenquote verhindert. Hätten tatsächlich alle 1.9 Mio. Beschäftigten, für die bis Mai Kurzarbeit beantragt wurde, stattdessen ihren Job verloren, wäre die Arbeitslosenquote auf sagenhafte 46% gestiegen (vgl. Abb. 4). Die Vergangenheit zeigt jedoch, dass Kurzarbeit bei Weitem nicht in dem Ausmass genutzt wird, wie sie beantragt wird. Gemäss unseren Schätzungen zum tatsächlichen Nutzungsgrad würde die Arbeitslosenquote hierzulande derzeit rund 14% betragen – und wäre damit ähnlich hoch wie in den USA, wo das Instrument der Kurzarbeit nicht zur Verfügung steht.

Massnahmen verursachen Kosten und ein Defizit

Ähnlich sind sich die Fiskalreaktionen in der Schweiz und im Ausland derweil in einem Punkt: Die Hilfsprogramme bestehen nicht nur aus Massnahmen, die automatisch Ausgaben zur Folge haben. Oder mit andere Worten: Die tatsächlichen Mehrausgaben des Bundes werden geringer sein als die nominellen CHF 70 Mrd. des angekündigten Massnahmenpakets. Die Überbrückungskredite zum Beispiel sind Verpflichtungen, die erst zahlungswirksam werden, falls sie tatsächlich ausfallen. Neben den tatsächlichen Ausgaben wird das Finanzierungsergebnis des Bundes jedoch auch durch wegbrechende Einnahmen bei der direkten Bundessteuer, der Mehrwertsteuer und der Verrechnungssteuer belastet. Für das Jahr 2020 schätzen wir das Defizit auf Basis der zwischen März und Mai angekündigten Massnahmen daher auf CHF 38 Mrd. In einem Negativszenario mit 100%igem Nutzungsgrad der beantragten Kurzarbeit, einer ausgewiesenen Arbeitslosenquote von 7% sowie einem jährlichen BIP-Rückgang von 10% steigt die Schätzung des Defizits auf CHF 44 Mrd. Der Bundesrat selbst rechnet aktuell mit einem Fehlbetrag von CHF 30 Mrd. bis CHF 50 Mrd.

Ausserordentliche Ausgaben für die Konformität mit der Schuldenbremse

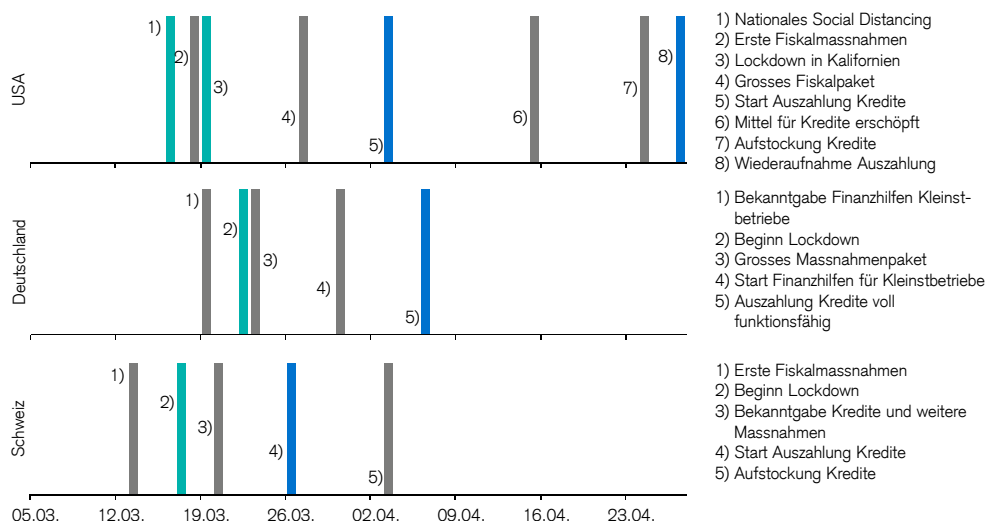
Obwohl die Schuldenbremse in einer Rezession ein gewisses Mass an Mehrausgaben zulässt, würde ein derart hohes Defizit die Vorgaben verletzen und müsste in den direkten Folgejahren wettgemacht werden. Das Gesetz sieht jedoch die Möglichkeit vor, für «aussergewöhnliche und nicht steuerbare Ereignisse», zu denen die Pandemie zweifellos zählt, ausserordentliche Ausgaben zu tätigen. Der Bundesrat hat bereits angekündigt, dass er den Grossteil der Fiskalmassnahmen als ausserordentliche Ausgaben klassifizieren werde. Ein ausserordentliches Defizit darf langsamer abgebaut werden. Darüber hinaus hat sich im dafür vorgesehenen Amortisationskonto in den letzten Jahren ein Puffer von CHF 3.4 Mrd. angehäuft.

Ohne Parlamentsentscheid droht in den nächsten sechs Jahren Sparzwang

Dieser Puffer wird aber bei Weitem nicht ausreichen, sodass in den nächsten sechs Jahren Überschüsse erzielt werden müssten. Sollten beispielsweise die ausgabenwirksamen Fiskalmassnahmen sowie die Nachtragsfinanzierung der Arbeitslosenversicherung (ALV) als ausserordentliche Ausgaben qualifiziert werden, müssten bis 2026 pro Jahr CHF 4.5 Mrd. eingespart werden. Die durchschnittlichen Überschüsse seit Einführung der Schuldenbremse belaufen sich aber auf lediglich CHF 1.8 Mrd. pro Jahr. Sie müssten also durch weitreichende Einschnitte mehr als verdoppelt werden, um dieser Anforderung gerecht zu werden. Allerdings hat das Parlament mit der Ventil Klausel eine Möglichkeit, die Frist zur Rückzahlung innert sechs Jahren in besonderen Fällen zu verlängern, sodass auch dieses Problem entschärft werden kann.

Abb. 3: Schweiz als Spitzenreiter bei der Schnelligkeit von Kreditauszahlungen

Beginn des Lockdowns in Türkei, Auszahlungsstart der Kredite in Blau



Quelle: Bundesrat, deutsches Bundesministerium der Finanzen, Federal Reserve Bank of St. Louis, Credit Suisse

Finanzierung teils über flüssige Mittel und teils über Neuverschuldung

Angesichts der ausserordentlichen Situation ist davon auszugehen, dass das Parlament fiskalpolitisches Augenmass walten lassen wird. Besorgnis über eine zu hohe Verschuldung des Bundes ist dabei unseres Erachtens kein guter Ratgeber. Die Schuldenquote des Bundes wird 2020 zwar steigen, aber deutlich weniger stark, als das Defizit auf den ersten Blick suggeriert. Der Bund kann nämlich auf hohe Liquiditätsreserven zurückgreifen, um die Ausgaben zu tätigen. Vor Beginn des Lockdowns im März betragen seine flüssigen Mittel CHF 24 Mrd., wobei im Angesicht der unsicheren Einnahmensituation ein beträchtlicher Teil davon als Liquiditätspuffer behalten werden dürfte. Zusätzlich zum Aufzehren von Barbeständen kann der Bund ausserdem seine nicht platzierten Eigentranche Eidgenössischer Anleihen im Wert von CHF 5.5 Mrd. verkaufen, statt eine Neuemission zu tätigen. Indes werden die Eigentranche normalerweise genutzt, um die Liquidität am Markt für Eidgenossen zu unterstützen. Deshalb erwarten wir, dass nur etwa CHF 2.5 Mrd. zur Mittelaufnahme verwendet werden dürften. Auf Basis dieser Erwägungen schätzen wir, dass der Bund auch im Negativszenario bei einem Defizit von CHF 50 Mrd. maximal CHF 36 Mrd. als neue Schulden in Form kurzfristiger Geldmarktbuchforderungen oder längerfristiger Bundesanleihen aufnehmen muss.

Folgen für die Schuldenquoten

Damit würde die Schuldenquote des Bundes von 13.9% per Ende 2019 auf schätzungsweise 19.4% per Ende 2020 zunehmen. Unter der vereinfachenden Annahme, dass der Schuldenstand der Kantone und Gemeinden unverändert bleibt, würde sich die Maastricht-Schuldenquote von 26.7% im Jahr 2019 auf 34.1% im Jahr 2020 erhöhen. Trotz eines solchen Anstiegs des Schuldenstands stände die Schweiz damit im internationalen Vergleich unverändert gut da – nicht zuletzt, weil sich die öffentliche Hand in anderen Ländern ebenfalls in hohem Umfang zusätzlich verschuldet (vgl. Abb. 5).

Schuldenquoten im Vergleich

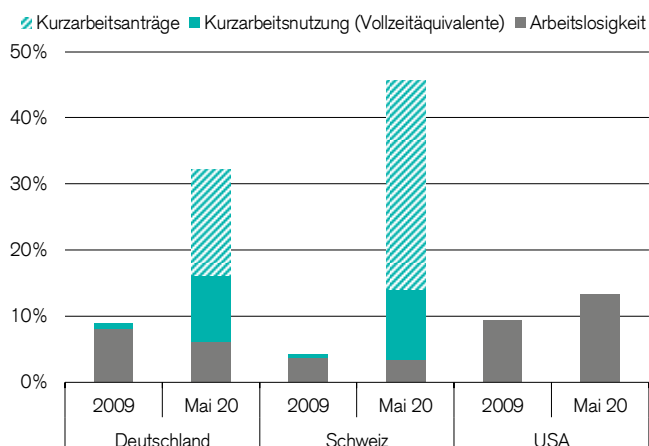
Am gängigsten ist die Maastricht-Schuldenquote, für die im Euroraum gemäss den Konvergenzkriterien die bekannte Obergrenze von 60% des BIP festgelegt ist. In der Schweiz lag sie im Jahr 2019 bei 26.7%. Sie ist allerdings für Länder ausserhalb Europas nicht im Gebrauch. Für weltweite Vergleiche ist es daher nützlicher, die Schuldenquote des Internationalen Währungsfonds (IWF) zu Rate zu ziehen. Im Gegensatz zum Maastricht-Ansatz klassifiziert diese aber neben Schuldtiteln und Krediten fast das gesamte Fremdkapital einschliesslich Ansprüche der Versicherungen und Pensionskassen als Schulden, sodass die Quote meist höher liegt – in der Schweiz beispielsweise bei 38.6% im Jahr 2019.

Während die Maastricht- und IWF-Schuldenquote von einer Konsolidierung innerhalb des Staatssektors ausgehen (also zwischen Bund, Kantonen/Ländern und Gemeinden, aber auch Sozialversicherungen), berücksichtigt die Schuldenquote des Bundes lediglich den Bundeshaushalt. Sie lag daher 2019 auch wesentlich niedriger bei 13.9%.

Allen beschriebenen Quoten ist gemeinsam, dass sie sich auf die Bruttoschulden beziehen, also die Verbindlichkeiten nicht mit dem Finanzvermögen saldieren. Ebenfalls gleich ist, dass implizite Staatschulden, wie z.B. zukünftige Zahlungslasten aus Pensionsansprüchen in Folge des demografischen Wandels, nicht berücksichtigt werden.

Abb. 4: Der Wert von Kurzarbeit

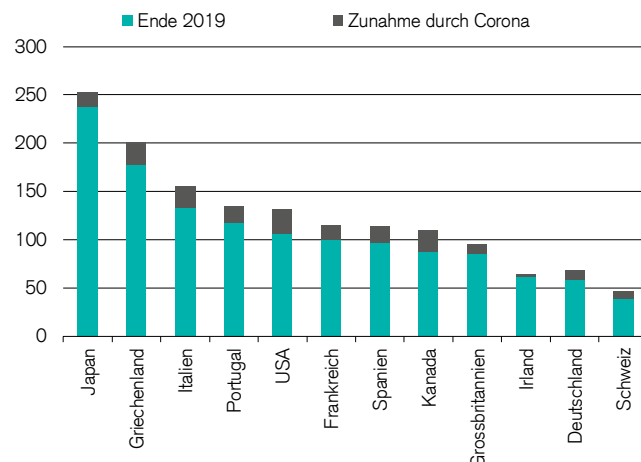
In % der Erwerbstätigen



Quelle: Bundesagentur für Arbeit, Bureau of Labor Statistics, Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse Schätzungen für Kurzarbeitsnutzung in 2020

Abb. 5: Schuldenquote gemäss IWF im internationalen Vergleich

In % des BIP



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF)

Höhe der Schulden scheint den Spielraum von Regierungen bisher kaum einzuschränken

Eine höhere Schuldenquote scheint die Handlungsfähigkeit der entwickelten Länder in der aktuellen Krise zumindest bisher nicht wesentlich einzuschränken. In der Gegenüberstellung in Abbildung 2 ist denn auch kein Zusammenhang zwischen der Höhe oder Art der Massnahmen und den vor der Krise angehäuften Schulden zu erkennen. Der zu erwartende Schaden für die Wirtschaft, gemessen am Stringency Index der Massnahmen zur Bekämpfung der Pandemie, scheint bei der Ausgestaltung der Fiskalpakete ebenfalls nicht der treibende Faktor gewesen zu sein. Ob es andere objektive wirtschaftliche Faktoren gab oder gibt, welche die Reaktion der Regierungen bestimmten, wird noch zu klären sein.

Tiefe Zinsen machen neue Schulden tragbar

Aus reiner Kostenperspektive scheinen höhere Schulden für die Schweiz kein Problem darzustellen, kann die öffentliche Hand doch am Kapitalmarkt Mittel zu Negativzinsen aufnehmen. Im Jahr 2019 betrug der durchschnittliche Zins der auktionierten Anleihen bei einer Restlaufzeit von im internationalen Vergleich recht hohen 17.5 Jahren nur -0.12% ! Seitdem haben sich die Durchschnittszinsen auf Schweizer Staatsanleihen nicht markant verändert. Damit führt die Aufnahme von neuen Schulden zu aktuellen Konditionen bei der Finanzierungsrechnung in den nächsten Jahren – paradoxerweise – sogar zu einer Entlastung des Staatshaushalts.

Passiver Schuldenabbau dank Negativzinsen

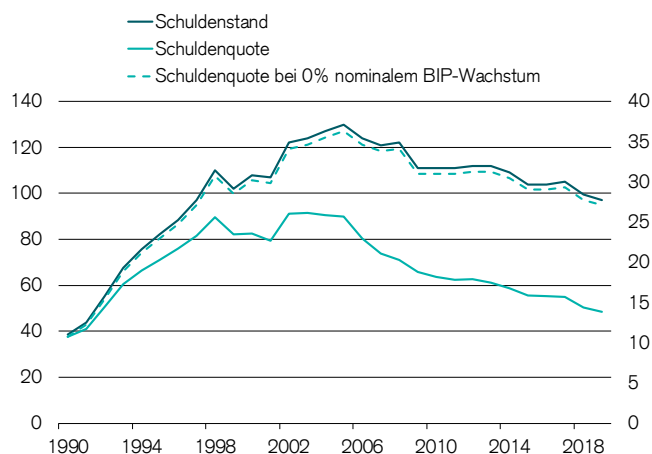
Unter Annahme eines ab 2022 wieder ausgeglichenen Budgets würden sich die nominalen Neuschulden aus dem Jahr 2020 bei tiefen oder sogar negativen Zinsen über die Jahre quasi von allein reduzieren. Die Schuldenquote (also das Verhältnis von Schulden zu BIP) sinkt nämlich bei ausgeglichenem Primärhaushalt, wenn das Wachstum des BIP über dem Durchschnittszins liegt. Tatsächlich war dieser «passive Abbau» in der Vergangenheit entscheidend für die Reduktion der Schuldenquote. Abbildung 6 zeigt, dass die Schuldenquote seit Einführung der Schuldenbremse im Jahr 2003 deutlicher gesunken ist als der Schuldenstand. Also hat neben dem tatsächlichen Schuldenabbau auch das positive BIP-Wachstum einen grossen Beitrag geleistet. Selbst bei einem eher verhaltenen langfristigen Wachstumsausblick scheint es höchst wahrscheinlich, dass die BIP-Wachstumsrate auch künftig über dem Durchschnittszins verharren wird, wie wir nachstehend darlegen.

Simulation: Passiver Abbau innerhalb einer Generation möglich

Eine Simulation mit einer einmaligen Neuverschuldung von CHF 36 Mrd. im Jahr 2020 zu aktuellen Marktkonditionen ergibt denn auch, dass die Schuldenquote des Bundes bereits innert 17 Jahren wieder auf ihr Niveau von 2019 fallen würde. Bei einem kleinen Primärüberschuss von 0.1% des BIP, der seit Einführung der Schuldenbremse in jedem Jahr erreicht wurde und zum aktiven Schuldenabbau genutzt werden kann, verkürzt sich die Dauer sogar auf 13 Jahre (vgl. Abb. 7)¹.

Abb. 6: Aktiver und passiver Schuldenabbau

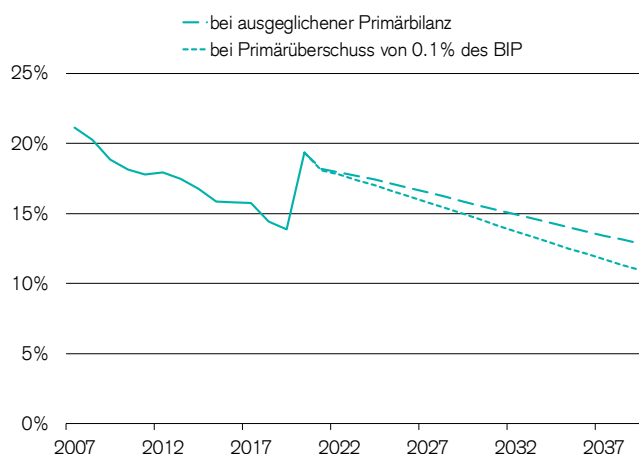
Schuldenstand in CHF Mrd. (linke Skala), Schuldenquote in % des BIP (rechte Skala)



Quelle: Eidgenössische Finanzverwaltung, Credit Suisse

Abb. 7: Passiver Abbau von CHF 36 Mrd. an neuen Schulden aus dem Jahr 2020

In % des BIP



Quelle: Eidgenössische Finanzverwaltung, Credit Suisse

¹ Die Simulation beruht auf der IWF-Prognose eines jährlichen BIP-Wachstums von 1.6% ab 2022, einer Inflationsrate von 1% ab 2022, einer Rendite für neu emittierte Anleihen von -0.59% und einer in den letzten Jahren üblichen Refinanzierung der Altschulden von 16% .

Bleiben die Zinsen niedrig?

Allerdings stellt sich die Frage, ob die Zinsen für zukünftige Refinanzierungen tatsächlich niedrig bleiben. Drei Faktoren sind für die Refinanzierungskosten entscheidend: Das globale Zinsumfeld, die Kreditwürdigkeit des Schuldners und die sich daraus ergebende Bonität (Kreditrating). Ein starker Anstieg der globalen Realzinsen ohne gleichzeitige markante Wachstumsbeschleunigung wäre fast nur im Falle einer ausgeprägten Deflation denkbar. Angesichts der anti-deflationären Geldpolitik der grössten Notenbanken scheinen rückläufige Preise indessen äusserst unwahrscheinlich. Derweil sprechen die demografische Entwicklung und das schwache Produktivitätswachstum für anhaltend tiefe Realzinsen. Zudem zeigt der internationale Vergleich in Abbildungen 8 und 9, dass höhere Staatschulden nicht automatisch höhere Zinsen bedeuten. Obwohl der japanische Staat bereits seit Langem und mit Abstand am stärksten verschuldet und sein Rating schlechter ist als jenes der USA, absorbieren die Anleger sämtliche Neuemissionen, ohne höhere Risikoprämien zu verlangen. Dies hat unseres Erachtens wenig mit der expansiven Geldpolitik der Bank of Japan zu tun – Zentralbanken haben nur temporär einen Einfluss auf den Realzins –, sondern mit der hohen Sparquote des Privatsektors in Japan. Und die ist auch in der Schweiz im internationalen Vergleich hoch.

Rating ist nicht in Gefahr

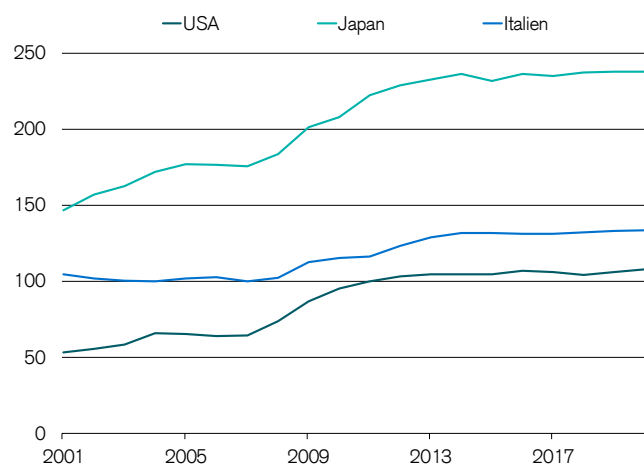
Selbst die Bonität eines Schuldners bzw. dessen Kreditrating hängt nicht direkt vom Schuldenstand ab. Ausschlaggebend sind auch andere Faktoren wie das Wachstumsmodell, die Stärke der Institutionen, Sicherheitsrisiken, die Leistungsbilanz, die private Verschuldung und die Schuldendienstquote. Die konkreten Folgen einer höheren Staatsverschuldung in der Schweiz sind also ohne komplexe Bewertungsmodelle nicht abzuschätzen. Allerdings bietet sich ein Vergleich mit dem ebenfalls AAA-bewerteten Nachbarland Deutschland an, das mit einer starken Exportorientierung, einem stabilen politischen Umfeld und einer in der Verfassung verankerten Schuldenbremse ähnliche Rahmenbedingungen aufweist. Deutschlands Rating stand nur während der Eurokrise von 2010 bis 2012, als seine Maastricht-Schuldenquote auf 80% stieg, auf der Kippe, eine Herabstufung erfolgte jedoch nicht. Damit die Schweiz eine Maastricht-Schuldenquote von 80% erreicht, wären gesamtstaatliche Neuschulden von CHF 350 Mrd. erforderlich. Die Schweiz könnte also eine weitaus höhere Neuverschuldung als die bisher erwarteten CHF 36 Mrd. in verschiedener Hinsicht gut verkräften.

Schuldenbremse hat eine Berechtigung: politisch, ...

Es stellt sich somit die Frage, ob die Schuldenbremse und eine gewisse Budgetdisziplin «in guten Zeiten» überhaupt notwendig sind. Dies ist sowohl aus politischer als auch volkswirtschaftlicher Sicht mit einem Ja zu beantworten. Denn erstens beschränkt das Regelwerk der Schuldenbremse politische Begehrlichkeiten und entpolitisiert die Diskussion um Mehrausgaben des Staates, indem es die Umstände, in denen Defizite vertretbar sind, grundsätzlich spezifiziert. Wie die Erfahrungen in den 1990er-Jahren und seit Einführung der Schuldenbremse zeigen, sind Automatismen der langfristigen Entwicklung des Staatshaushalts zuträglicher als ermessensbasierte Reaktionen von Fall zu Fall. Zweitens kann die Absicht zur Rückführung der Schuldenquote den politischen Konsens zugunsten ausserordentlicher Stützungsmaßnahmen im Falle einer zukünftigen Krise stärken – und zwar auch dann, wenn es sich nicht um eine Jahrhundertrezession infolge einer Pandemie handelt.

Abb. 8: Entwicklung der IWF-Bruttoschulden

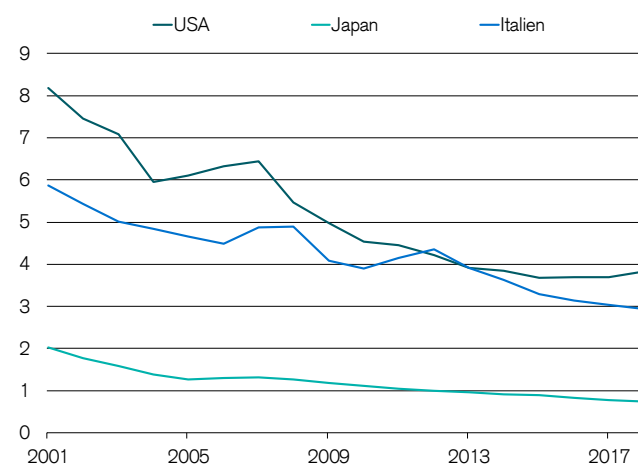
IWF-Bruttoschulden in % des BIP



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF)

Abb. 9: Implizierter Durchschnittszinssatz

Durchschnittszins in %



Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF)

**... aber auch
ökonomisch**

Ausserdem kann aus niedrigen Zinsen in der Vergangenheit nicht auf ewig niedrige Zinsen und folglich geringe Kosten von Staatsschulden in der Zukunft geschlossen werden. Es gibt zwar überzeugende ökonomische Hinweise dafür, dass auf absehbare Zeit keine Zinswende bevorsteht, die Fiskalpolitik sollte sich aber nicht auf dieses günstige Szenario verlassen, sondern für den Fall künftiger Schocks flexibel bleiben. Zu guter Letzt ist die Schuldenbremse als Signal für Investoren enorm wichtig, weil sie die Bereitschaft der Regierung anzeigt, ihre Zahlungsfähigkeit langfristig aufrechtzuerhalten. Wissenschaftliche Studien belegen, dass eine glaubwürdige fiskalische Regel für das Vertrauen der Investoren in die Kreditwürdigkeit eines Staates sogar wichtiger ist als der tatsächliche Schuldenstand.

**Zu rascher
Schuldenabbau
wäre dennoch
kontraproduktiv**

Trotzdem muss darauf hingewiesen werden, dass ein allzu rascher Abbau der Schulden innert sechs Jahren, wie ihn die Ergänzungsregel zur Schuldenbremse nach aktuellem Stand fordert, konjunkturell schädlich wäre. Die nötigen Austeritätsmassnahmen würden entweder die Haushalte belasten und auf die Konsumnachfrage drücken oder die Bedingungen für Unternehmen verschlechtern und Produktivitätssteigerungen hemmen. In beiden Fällen würde die wirtschaftliche Erholung verzögert. Alternativ würden sie den Druck auf die SNB verstärken, höhere Ausschüttungen vorzunehmen, was wiederum deren geldpolitische Unabhängigkeit gefährden könnte (vgl. Kapitel Geldpolitik). Ausserdem zeigen die obigen Ausführungen, dass das Niveau der Staatsschulden nicht entscheidend ist für das Rating, den finanziellen Spielraum oder das Investorenvertrauen. Das Jahr 2020 ist ein Ausnahmejahr und sollte auch im Kontext der Staatsfinanzen als ein solches behandelt werden. Deshalb ist es ratsam, von den Sonderregeln zur Schuldenbremse einmalig Gebrauch zu machen und die Abbaufrist des ausserordentlichen Defizits deutlich zu verlängern, ohne bereits jetzt Mittel wie die SNB-Ausschüttungen für den Schuldenabbau zu reservieren.

franziska.fischer@credit-suisse.com

SNB-Sonderausschüttung würde Bundesschulden nicht senken

Wenn das Parlament nicht bald eine Entscheidung trifft, könnte die Schuldenbremse eine sechsjährige Phase fiskalischer Austerität auslösen. Es wird mitunter argumentiert, dass sich ein solcher Sparkurs vermeiden liesse, indem die Reserven der Schweizerischen Nationalbank (SNB) angezapft werden. Dieser Trick würde indes an der eingeschränkten Haushaltslage des Bundes nichts ändern.

Schuldenbremse könnte sechs Jahre der Austerität auslösen

Infolge der Coronakrise werden der Bund und die Kantone hohe Defizite einfahren. Gemäss Schuldenbremse muss der Bund derartige Fehlbeträge innerhalb von sechs Jahren wieder abbauen. Die COVID-19-Pandemie droht folglich eine sechsjährige Phase der fiskalischen Austerität mit Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen anzustossen. Derweil hat die SNB in ihrer Bilanz hohe zurückbehaltende Gewinne angehäuft, sodass sich ihre Reserven für künftige Gewinnausschüttungen per Ende März auf CHF 84 Mrd. belaufen. Da dem Bund gemäss Verfassung ein Drittel des SNB-Gewinns zusteht, stehen zurzeit CHF 28 Mrd. für eine potenzielle Ausschüttung an den Bund zur Verfügung. Vor diesem Hintergrund gab es Vorschläge, einen Sparkurs zu vermeiden und die öffentlichen Ausgaben im Zusammenhang mit der COVID-19-Krise über eine ausserordentliche Gewinnausschüttung der SNB zu finanzieren.

Fremdkapitalaufnahme scheint zurzeit attraktiver ...

Auf den ersten Blick scheint dies eine gute Lösung zu sein – nicht zuletzt, weil die SNB paradoxerweise zusätzliche Gewinne machen würde, indem sie ihre zurückgehaltenen Gewinne an den Bund überträgt. Die SNB müsste zur Umsetzung dieses Transfers neues Geld in Umlauf bringen, auf dem sie zurzeit einen Negativzins von -0.75% verdient. Dies scheint mindestens so profitabel, wie wenn der Bund Kapital zu negativen Zinsen aufnehmen würde, obwohl er sich Geld für bis zu 50 Jahre zu negativen Zinsen ausleihen kann. Wo ist dann das Problem? Da der Bund – erstens – Nutzniesser von nur einem Drittel der SNB-Gewinne ist (den Kantonen stehen die übrigen zwei Drittel zu), entspräche eine Finanzierung der Haushaltsausgaben auf Bundesebene mittels eines Transfers von Zentralbank-Eigenkapital etwas vereinfacht gesagt einer Kapitalaufnahme durch den Bund zu -0.25% . Dieser Zins ist effektiv etwas höher als der aktuelle Kreditzins des Bundes.

... und wirkt weniger verzerrend als ein Rückgriff auf SNB-Reserven

Zweitens: Nimmt der Bund am Kapitalmarkt Geld auf, werden die Kreditkosten von Marktkräften bestimmt, und jeder einzelne Anleger entscheidet selbst, ob er dem Bund Mittel ausleihen möchte oder nicht. Im Gegensatz dazu würde die Belastung infolge der negativen Leitzinsen im Falle der Geldschöpfung von den Banken getragen. Anders als Anleger, die frei entscheiden können, ob sie dem Bund Mittel zur Verfügung stellen, wären die Banken gezwungen, das neu geschaffene Geld als Einlagen bei der SNB zu halten. Selbst wenn die Negativzinsen teilweise an die Kontoinhaber weitergereicht würden, könnte diese spezifische Belastung eine stärker verzerrende Wirkung entfalten als die marktbestimmten negativen Zinsen an den Kapitalmärkten. Drittens – und wohl am wichtigsten – würde ein Transfer von SNB-Gewinnen nichts an der Nettoverschuldung des Bundes ändern. Eine Ausschüttung würde zwar dazu beitragen, einen Anstieg der Bruttoverschuldung des Bundes zu verhindern, sich aber auf die Nettoverschuldung nicht auswirken, weil der Bund die zurückgehaltenen Gewinne der SNB verlöre, die seinen Aktiven zugerechnet werden.

Lockerung der Schuldenbremse ist die beste Option

Eine Finanzierung der Defizite infolge der COVID-19-Krise mittels einer ausserordentlichen Gewinnausschüttung der SNB weckt unseres Erachtens auch institutionelle Vorbehalte. Falls sich der Bund während sechs Jahren auf einen extremen Sparkurs begibt, wie dies die Schuldenbremse in ihrer aktuellen Form vorzeichnet, wäre dies höchstwahrscheinlich äusserst kontraproduktiv. Der Einsatz geldpolitischer Instrumente, um die demokratisch legitimierten Beschränkungen der Schuldenbremse auszuhebeln, würde zu einer Vermischung der Fiskal- und Geldpolitik führen und könnte die Unabhängigkeit der SNB gefährden. Eine viel sauberere Lösung wäre deshalb eine Lockerung der Schuldenbremse durch das Parlament, die es dem Bund erlauben würde, so viel Fremdkapital aufzunehmen, wie zur Abfederung des erlittenen Schocks erforderlich ist, und die den Zeitraum für die Rückzahlung substanziell verlängert. Wir hoffen, dass sich das Parlament für diese Option entscheiden wird, statt die SNB unter Druck zu setzen, um das Problem zu lösen.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Fremdwährungskäufe

Laut unseren Schätzungen hat die SNB seit März 2020 Fremdwährungen im Wert von rund CHF 75 Mrd. erworben, um eine zu starke Aufwertung des Schweizer Frankens zu verhindern. Die jüngsten Äusserungen der SNB-Direktoriumsmitglieder in den Schweizer Medien legen nahe, dass die Zentralbank Fremdwährungskäufe derzeit gegenüber Leitzinssenkungen bevorzugt, um dem Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken die Spitze zu nehmen. Da die Regierung ihre Haushaltspolitik ebenfalls substanziiell gelockert hat, sollten die Devisenmarktinterventionen der SNB im Ausland unseres Erachtens weniger Kritik auslösen.

maxime.botteron@credit-suisse.com

US-Dollar-Liquidität

Ähnlich wie schon während der globalen Finanzkrise haben Stresserscheinungen an den USD-Finanzierungsmärkten zu einem Anstieg der USD-Kreditkosten für Banken ohne Zugang zu Finanzierungen durch die US-Notenbank (Fed) geführt. Da die SNB über eine Swap-Vereinbarung mit der Fed verfügt, kann sie Schweizer Franken gegen US-Dollar eintauschen und diese dann zu relativ attraktiven Konditionen an Banken in der Schweiz ausleihen. Während der COVID-19-Krise war die USD-Nachfrage seitens der Banken in der Schweiz bisher tiefer als während der globalen Finanzkrise. Die Banken haben aber dennoch rund USD 10 Mrd. bei der SNB aufgenommen.

maxime.botteron@credit-suisse.com

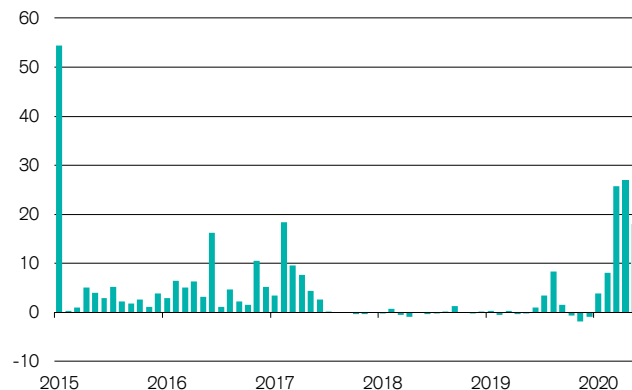
COVID-19-Kredite

Die Banken haben bisher COVID-19-Kredite von rund CHF 13.5 Mrd. an kleinere und mittlere Unternehmen (KMU) vergeben. Der Bund verbürgt diese zinsfreien Kredite zu 100%. Darüber hinaus haben Banken sogenannte COVID-19-Kredite Plus in Höhe von CHF 1.7 Mrd. gewährt. Es handelt sich dabei um Kredite von über CHF 500'000, die vom Bund bis zu 85% abgesichert werden. Laut Medienberichten scheint es, dass viele Unternehmen vorbeugend Kredite aufgenommen und bisher erst einen Teil dieser Mittel auch ausgegeben haben. Da sich die Nachfrage nach Krediten verflacht und diese nur wenig eingesetzt werden, sollte sich die Verschuldung der KMU nur in bescheidenem Umfang erhöhen.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Substanzuelle Devisenkäufe seit März

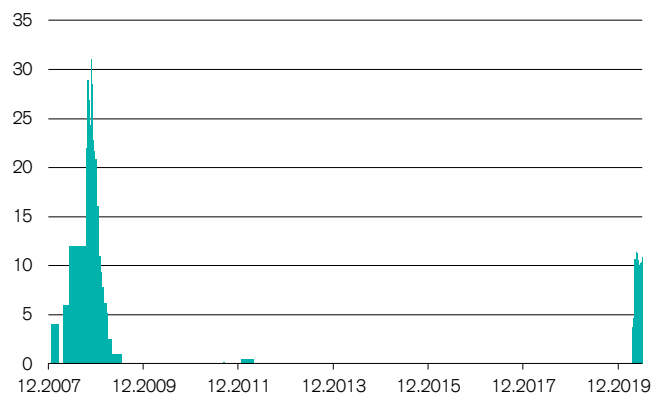
Geschätzte Fremdwährungskäufe durch die SNB, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse. Schätzungen für Mai basieren auf unvollständigen Daten.

Banken haben sich rund USD 10 Mrd. von der SNB ausgeliehen

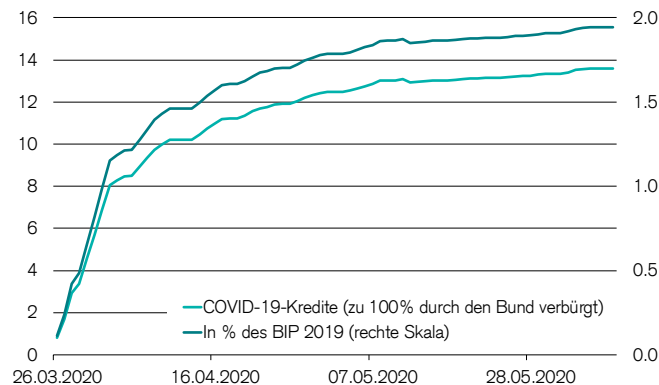
Auf USD lautende Repo-Forderungen der SNB gegenüber Banken in der Schweiz, in USD Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

Nachfrage nach COVID-19-Krediten hat sich verflacht

In CHF Mrd. (Schätzungen) und in % des BIP (rechte Skala)



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft, Credit Suisse

Wohneigentum

COVID-19 hat den Wohneigentumsmarkt zu Beginn gelähmt. Dies war aber nur von kurzer Dauer. Dank weiterhin tiefer Zinsen bleibt Eigentum für Neuerwerber attraktiv. Die jährlichen Hypothekarkosten dürften im laufenden Jahr sogar nochmals sinken und für bestehende Eigentümer im Durchschnitt bei nur noch CHF 4'750 pro Jahr liegen. Folglich sollten bestehende Eigentümer selbst bei Lohnausfällen kaum in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Nachhaltig überwunden werden dürfte der Nachfrageschock aber frühestens nächstes Jahr. Wir rechnen daher über das ganze Jahr trotz nur kurzer Schockstarre mit einem leichten Preisrückgang.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Mietwohnungen

Die temporäre Schliessung der Grenzen sowie die starke Eintrübung der Konsumentenstimmung und des Arbeitsmarktes dürften dazu führen, dass 2020 rund 8000 Mietwohnungen weniger nachgefragt werden als noch im Vorjahr. COVID-19 bremst auch die Angebotsseite des Marktes, jedoch deutlich weniger stark als die Nachfrage. Daher dürften die Leerstände bei Mietwohnungen bis Juni 2020 auf rund 2.9% steigen. Die Mieterträge geraten dadurch insbesondere ausserhalb der Agglomerationen unter zusätzlichen Druck. Aufgrund der anhaltend tiefen Zinsen und der hohen Nachfrage seitens der Anleger dürften Abschläge bei den Liegenschaftswerten hingegen vorerst die Ausnahme bleiben.

fabian.waltert@credit-suisse.com

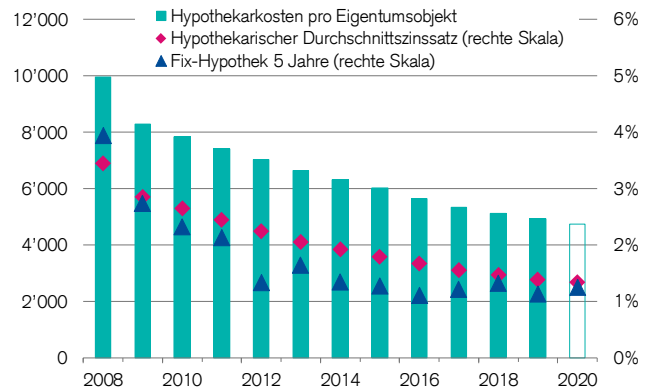
Büroflächen

Kurzfristig sind Büroimmobilien nur wenig von COVID-19 betroffen. Die meisten Mieter haben ihre Belegschaft ins Home Office geschickt, von wo aus der Betrieb aufrechterhalten wird. Für Vermieter dürfte sich der Mietzinsausfall im laufenden Jahr im tiefen einstelligen Prozentbereich bewegen. Mittelfristig wird wegen der Rezession allerdings die Beschäftigung sinken. Wir rechnen deshalb bis Jahresende mit einem Rückgang der Nachfrage nach Büroflächen von rund 770'000 m². Langfristig dürften zudem die seit COVID-19 grössere Akzeptanz von Home Offices und das resultierende Einsparungspotenzial bei Büroflächen zu einem weiteren Rückgang der Büroflächennachfrage führen.

alexander.lohse@credit-suisse.com

Finanzieller Aufwand für Wohneigentum auf Tiefststand

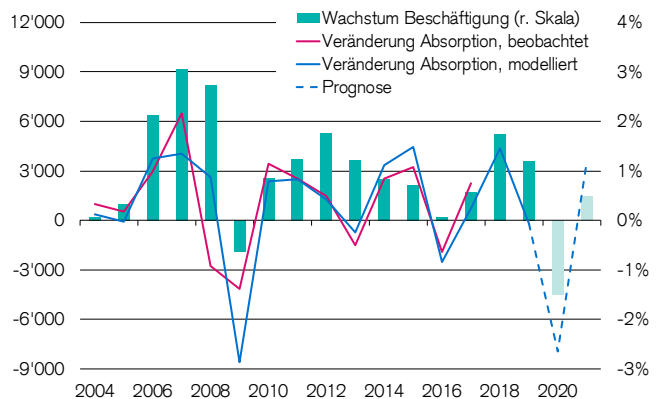
Hypothekarzinskosten pro Eigentumsobjekt in CHF; hypothekarischer Durchschnittszinssatz jeweils per 30. September des jeweiligen Jahres; 2020: Prognose



Quelle: Credit Suisse, ab 2020 Prognose

Temporärer Nachfrageeinbruch bei Mietwohnungen

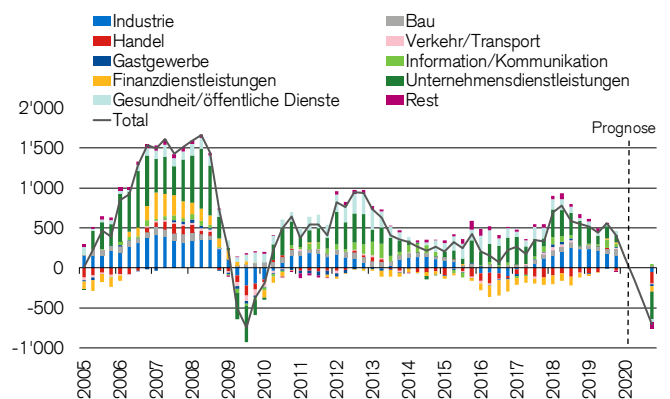
Jährliche Veränderung der Absorption von Mietwohnungen und Wachstum der Beschäftigung (Vollzeitäquivalente); 2019: Schätzung, 2020/21: Prognose



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse. Ab 2020 Prognose

Rezession lässt Zusatznachfrage ins Negative kippen

Zusatznachfrage gegenüber Vorjahresquartal in 1000 m²



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik. Ab Januar 2020 Prognose

Credit Suisse Vorlaufindikatoren

Purchasing Managers' Index (PMI)

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

Credit Suisse Exportbarometer

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

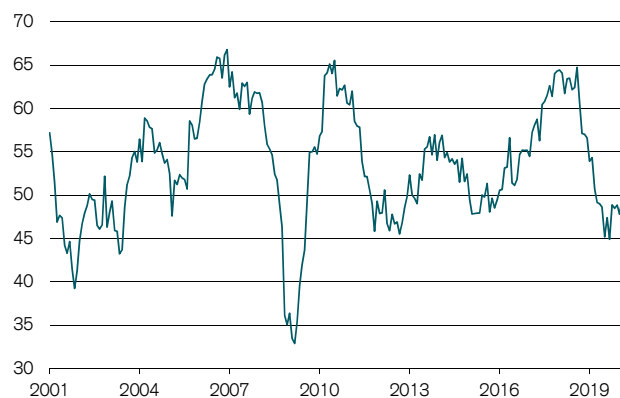
CS CFA Society Switzerland Indikator

Finanzanalysten sind am Puls der Wirtschaft. Zusammen mit der CFA Society Switzerland führen wir seit 2017 eine monatliche Befragung von Finanzanalysten durch: die Finanzmarkt-Umfrage Schweiz¹. Die Analysten werden nicht nur nach ihrer Einschätzung zur aktuellen und zukünftigen konjunkturellen Lage und zur Inflationsrate gefragt, sondern auch um ihre Einschätzungen hinsichtlich Finanzmarktthemen wie der Aktienmarktentwicklung oder der Zinsprognosen gebeten. Der eigentliche CS CFA Society Switzerland Indikator stellt den Saldo der Erwartungen bezüglich des Verlaufs der Schweizer Konjunktur in den kommenden sechs Monaten dar.

¹ 2006 bis 2016 als Credit Suisse ZEW Indikator publiziert

Industriekonjunktur

Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Exporte

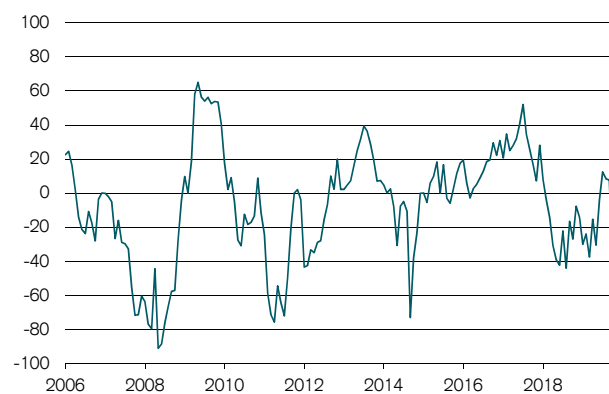
In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

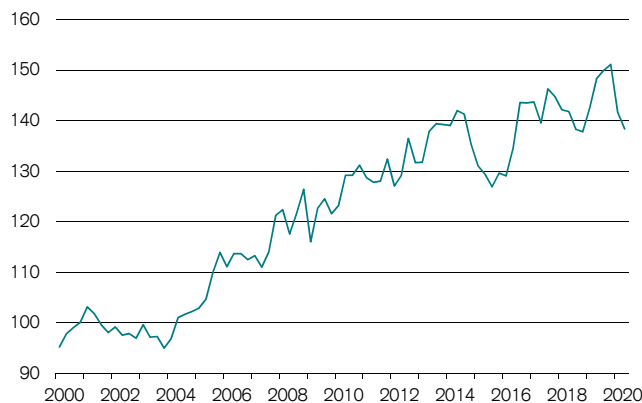
Credit Suisse Vorlaufindikatoren

Bauindex Schweiz

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

Baukonjunktur

1. Quartal 1996 = 100



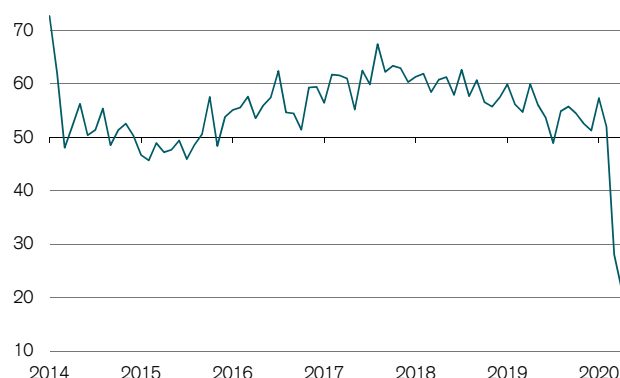
Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

Dienstleistungs-PMI

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

Konjunktur Dienstleistungssektor

Service Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum

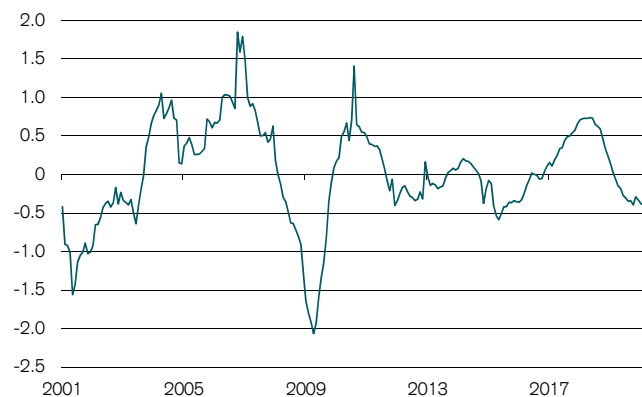


Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Makro-Momentum-Indikator

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

Konjunktur



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Prognosen und Indikatoren

Prognosen für die Schweizer Wirtschaft

	2020	2020P	2020P	2020P	2021P	2021P	2021P	2021P	2020P	2021P
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal		
BIP, YoY, in %	-1.3	-9.2	-3.6	-1.9	1.0	9.3	3.0	1.3	-4.0	3.5
Privater Konsum	-2.5	-10.0	-1.0	5.0	1.7	1.7	1.7	1.7	-2.1	1.7
Staatskonsum	2.3	3.3	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Bruttoanlageinvestitionen	-0.8	-8.6	-2.8	-1.6	2.6	2.4	2.4	2.4	-3.4	2.4
Bauinvestitionen	0.9	-4.5	-3.0	-3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	-2.5	3.0
Ausrüstungsinvestitionen	-1.6	-11.0	-2.7	-1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	-4.0	2.0
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	0.9	-9.0	-9.0	-9.0	7.0	7.0	7.0	7.0	-6.5	7.0
Importe (Güter und Dienstleistungen)	-2.3	-3.5	-3.0	-3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	-3.0	3.0
Inflation (in %)	-0.1	-1.3	-0.9	-0.6	-0.4	0.4	0.6	0.5	-0.7	0.3
Arbeitslosigkeit (in %)	2.7	3.4	4.0	4.1	4.1	4.0	3.8	3.5	3.5	3.8
Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten, YoY, in %	0.3	-2.0	-3.0	-1.5	-0.5	0.5	0.9	1.0	-1.5	0.5
Nettozuwanderung (in Tsd.)									37	
Nominallohnwachstum, YoY, in %									0.5	0.1
Leistungsbilanz, in % des BIP									-3.5	3.5

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

Zinsen und geldpolitische Angaben

	Aktuell	3M	12M		Aktuell	Vormonat	Vorjahr
SNB-Leitzins, in %	-0.75	-0.75	-0.75	Geldmenge M0 (CHF Mrd.)	648.1	598.4	562.7
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, in %	-0.3	-0.2	-0.2	Geldmenge M1 (in %, ggü. Vorjahr)	2.6	1.9	5.3
				Geldmenge M2 (in %, ggü. Vorjahr)	0.8	0.2	3.6
				Geldmenge M3 (in %, ggü. Vorjahr)	1.9	1.3	3.7
Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse				Devisenreserven (in CHF Mrd.)	811.9	781.4	788.0

Wichtige Informationen

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

Risikowarnung

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

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

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

Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine zuverlässigen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen. Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und Schuldnern, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Ausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen in Schwellenmärkten ergeben, und Ihre Portfolio-Strukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern beraten lassen.

Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinn

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

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

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

Private Equity

Private Equity (hiernach «PE») bezeichnet private Investitionen in das Eigenkapital nicht börsennotierter Unternehmen. Diese Anlagen sind komplex, meistens illiquide und langfristig. Investitionen in einen PE-Fonds sind in der Regel mit einem hohen finanziellen und/oder geschäftlichen Risiko verbunden. Anlagen in PE-Fonds sind nicht kapitalgeschützt oder garantiert. Die Investoren müssen ihre Kapitalnachsusspflicht über lange Zeiträume erfüllen. Wenn sie dies nicht tun, verfällt möglicherweise ihr gesamtes Kapital oder ein Teil davon, sie verzichten auf künftige Erträge oder Gewinne aus Anlagen, die vor dem Ausfall getätigt wurden, und verlieren unter anderem das Recht, sich an künftigen Investitionen zu beteiligen, oder sind gezwungen, ihre Anlagen zu einem sehr niedrigen Preis zu verkaufen, der deutlich unter den Bewertungen am Sekundärmarkt liegt. Unternehmen oder Fonds können hochverschuldet sein und deshalb anfälliger auf ungünstige geschäftliche und/oder finanzielle Entwicklungen oder Wirtschaftsfaktoren reagieren. Diese Investitionen können einem intensiven Wettbewerb, sich ändernden Geschäfts- bzw. Wirtschaftsbedingungen oder sonstigen Entwicklungen ausgesetzt sein, die ihre Wertentwicklung ungünstig beeinflussen.

Zins- und Ausfallrisiken

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

Investment Strategy Department

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

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

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

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

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

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG: Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktcommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN:** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die CS, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagedienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko. **DATENSCHUTZ:** Ihre Personendaten werden gemäss der Datenschutzerklärung von Credit Suisse verarbeitet, die Sie von zu Hause aus über die offizielle Homepage von Credit Suisse - <https://www.credit-suisse.com> - abrufen können. Um Sie mit Marketingmaterial zu unseren Produkten und Leistungen zu versorgen,

können Credit Suisse Group AG und ihre Tochtergesellschaften Ihre wichtigsten Personendaten (d. h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse) verarbeiten, bis Sie uns davon in Kenntnis setzen, dass Sie diese nicht mehr erhalten wollen. Sie können dieses Material jederzeit abbestellen, indem Sie Ihren Kundenberater benachrichtigen.

Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Bahrain:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse AG, Bahrain Branch, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Business Firm der Kategorie 2 zugelassen ist und beaufsichtigt wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich professionellen Kunden oder qualifizierten Anlegern gemäss Definition der CBB angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. Die CBB hat dieses Dokument oder die Vermarktung eines Anlageinstruments, auf das hier Bezug genommen wird, im Königreich Bahrain weder geprüft noch genehmigt und haftet nicht für die Wertentwicklung eines solchen Anlageinstruments. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, eine Niederlassung der Credit Suisse AG, Zürich/Schweiz befindet sich an folgender Adresse: Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France («französische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und den beiden französischen Aufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und Autorité des Marchés Financiers. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten Abschlüsse werden auf Wunsch bereitgestellt. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Research Analyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. NZ000248233) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai - 400 018, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, verteilt. **Katar:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (Qatar) L.L.C., die von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) unter der QFC-Lizenz-Nummer 00005 zugelassen ist und reguliert wird. Alle betreffenden Finanzprodukte oder Dienstleistungen werden ausschliesslich Firmenkunden oder Marktkontrahenten (gemäss Definition der QFCRA) angeboten, einschliesslich natürlicher Personen, die sich als Firmenkunden einstufen liessen, mit einem Nettovermögen von mehr als QR 4 Millionen und ausreichenden Finanzkenntnissen, -erfahrungen und dem entsprechenden Verständnis bezüglich solcher Produkte und/oder Dienstleistungen. Daher dürfen andere Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder

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

die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die portugiesische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörde Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Südafrika:** Die Verteilung dieser Informationen erfolgt über Credit Suisse AG, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 9788 registriert ist, und/oder über Credit Suisse (UK) Limited, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 48779 registriert ist. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem Unternehmen, das bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragen ist, verteilt. **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasveiler No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul, Türkei. Vereinigtes Königreich: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (UK) Limited. Credit Suisse (UK) ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Wird dieser Bericht im Vereinigten Königreich von einem ausländischen Unternehmen vertrieben, das im Rahmen des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 keiner Ausnahme unterliegt, gilt Folgendes: Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz von Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise ausgerichtet werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich in Zukunft ändern.

USA: WEDER DIESER BERICHT NOCH KOPIEN DAVON DÜRFEN IN DIE VEREINIGTEN STAATEN VERSANDT, DORTHIN MITGENOMMEN ODER AN US-PERSONEN ABGEGEBEN WERDEN. (IM SINNE DER REGULIERUNG S DES US SECURITIES ACT VON 1933, IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2020 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

20C013A_IS