

# Rezessionsängste übertrieben

Monitor Schweiz | September 2019

Konjunktur Schweiz  
**Konsum stützt das Wachstum**

Seite 6

Fokus  
**Pensionierungswelle rollt an**

Seite 12

Geldpolitik  
**Inflation und alternde Bevölkerung**

Seite 16

# Impressum

---

## **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

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

## **Bestellungen**

Direkt bei Ihrem Kundenberater oder bei jeder Geschäftsstelle  
der Credit Suisse

## **Redaktionsschluss**

11. September 2019

## **Copyright**

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

## **Mitwirkung**

Ewelina Krankowska-Kedziora  
Christine Mumenthaler  
Andreas Weber

Liebe Leserinnen und Leser

Wir hoffen, Sie haben einen erholsamen Sommer verbracht, sei es unter einem bunten Sonnenschirm an den Gestaden des Mittelmeers, in den Wanderschuhen auf blumenübersäten Schweizer Alpen oder an einem anderen Ort weit weg vom tagtäglichen Trubel. Trotzdem werden Ihnen die vielen politischen Turbulenzen in der Welt nicht entgangen sein. Einige Stichworte dazu lauten: Eskalation des US-chinesischen Handelskriegs, Demonstrationen in Hongkong, Regierungskrise in Italien, Brexit und – in der Schweiz – Hickhack um das sogenannte Rahmenabkommen mit der Europäischen Union (EU) und Aberkennung der Börsenäquivalenz durch die EU. Wenn Sie zudem einen Blick auf die Wirtschaftsdaten geworfen haben, ist Ihnen vielleicht der rapide Rückgang der Einkaufsmanagerindizes (PMIs) in der verarbeitenden Industrie aufgefallen, die gerade bei unserem nördlichen Nachbarn jüngst Rezessionsniveaus erreicht haben. Sollten Sie schliesslich auf die Finanzmärkte geschaut haben, stellten Sie fest, dass die Renditen auf den 10-jährigen Eidgenossen neue historische Negativwerte erreicht haben – auch dies eine Warnung vor einer konjunkturellen Abkühlung.

Auch wir mussten unsere Prognosen für die Schweiz und zahlreiche andere Länder senken. Eine ausgewachsene Rezession scheint uns aber immer noch unwahrscheinlich. Rezessionen werden typischerweise durch heftige Schocks verursacht, seien es starke Anstiege der Zinsen oder Rohstoffpreise oder eine durch finanzielle Ungleichgewichte verursachte Kreditklemme. Derzeit ist kein solcher Schock erkennbar. Auch das Ausmass der Zölle, mit denen sich Washington und Peking gegenseitig überziehen, ist im Vergleich zur Grösse der beiden Wirtschaften sehr beschränkt. Die jüngst von uns veröffentlichte Umfrage unter kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) zeigt zudem, dass Schweizer KMU nur begrenzt unter verstärktem Protektionismus leiden. Überhaupt scheint uns eher unwahrscheinlich, dass eine Rezession primär durch Wellen von Tweets aus dem Weissen Haus ausgelöst wird. Schliesslich gibt es selbst an den Finanzmärkten Anzeichen dafür, dass der derzeitige Pessimismus übertrieben sein könnte. Nachdem der Swiss Market Index (wie andere Aktienmärkte auch) im Frühsommer neue Höchststände erklommen hat, würde es uns daher nicht überraschen, wenn Letztere im Laufe des kommenden Herbstes abermals übertroffen würden.

Neben dem Pessimismus in Bezug auf die Konjunktur geben immer wieder auch längerfristige Entwicklungen zu besorgten Gesprächen Anlass. Ein wichtiges Thema wird in unserem Fokusbeitrag angeschnitten: die kommende Pensionierungswelle der sogenannten Babyboomer. Unsere diesbezügliche Analyse enthält nicht nur generelle Schätzungen, sondern zeigt, welche Branchen der Schweizer Wirtschaft in welchem Ausmass von dieser Entwicklung betroffen sein werden. In gewissen Branchen dürfte sich der Fachkräftemangel zwar verschärfen, in dieser pessimistisch gefärbten Diskussion wird aber oft vergessen, dass Fachkräftemangel grundsätzlich auch die Folge einer starken Nachfrage – also eines robusten Wachstums der Kaufkraft der Bevölkerung – ist und dass neue Technologien, die diesen Mangel beheben, für viele Unternehmen zusätzliche Chancen bieten.

In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine spannende Lektüre und einen erfolgreichen Herbst



Thomas Gottstein  
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler  
Chefökonom Schweiz

<b>Globales Umfeld</b>	<b>5</b>
<b>Konjunktur Schweiz</b>	<b>6</b>
<b>Konsum stützt das Wachstum</b>	
Das Schweizer Wirtschaftswachstum hat sich gegenüber dem Vorjahr deutlich abgeschwächt, und der Ausblick ist insbesondere für das Gros der Industrie eingetrübt. Ein Abgleiten in eine veritable Rezession zeichnet sich jedoch nicht ab.	
<b>Konjunktur Monitor</b>	<b>9</b>
<b>Branchen   Monitor</b>	<b>10</b>
<b>Fokus Demografie und Arbeitsmarkt</b>	<b>12</b>
<b>Pensionierungswelle rollt an</b>	
Die Babyboom-Generationen gehen in Rente. Diese Pensionierungswelle wird in den kommenden zehn Jahren den Schweizer Arbeitsmarkt prägen, zumal bald mehr Erwerbspersonen aus dem Erwerbsleben austreten, als neue dazukommen.	
<b>Geldpolitik</b>	<b>16</b>
<b>Inflation und alternde Bevölkerung</b>	
Jüngste wissenschaftliche Studien haben den Zusammenhang zwischen Inflation und demografischer Entwicklung analysiert und versucht, auf diese Weise die tiefen Inflationsraten in den Industrieländern zu erklären. Allerdings ergaben sich widersprüchliche Erkenntnisse.	
<b>Geldpolitik I Monitor</b>	<b>17</b>
<b>Immobilien   Monitor</b>	<b>18</b>
<b>Credit Suisse Vorlaufindikatoren</b>	<b>19</b>
<b>Prognosen und Indikatoren</b>	<b>21</b>

## Europa

Die zahlreichen Handelskonflikte und die globale Abkühlung der Konjunktur haben die europäische Wirtschaft im 2. Quartal 2019 ausgebremst. Länder wie Deutschland, Schweden und Grossbritannien mussten sogar einen Rückgang ihrer Wirtschaftsleistung hinnehmen, Italien immerhin eine Stagnation. Und die Aussichten für die zweite Jahreshälfte sind durchzogen. Der dank der noch soliden Arbeitsmarktlage nach wie vor robuste Konsum, die geldpolitische Schützenhilfe der Europäischen Zentralbank (EZB) und der schwache EUR sollten der konjunkturellen Abschwächung allerdings Grenzen setzen.

claude.maurer@credit-suisse.com

## USA

Im Gegensatz zu den meisten anderen grossen Volkswirtschaften präsentiert sich die US-Wirtschaft weiterhin in relativ robuster Verfassung. Zwar hat sich die Industriekonjunktur in den USA ebenfalls abgeschwächt, aber es gibt bislang kaum Anzeichen für ein Übergreifen der schwachen Industriekonjunktur auf den Arbeitsmarkt und damit auf den bedeutendsten Treiber des Wirtschaftswachstums, den Konsum. Zudem hat die US-Notenbank (Fed) ihren Leitzins gesenkt, und weitere Zinsschnitte dürften folgen, was sich positiv auf die Konjunktur dynamik auswirken wird.

claude.maurer@credit-suisse.com

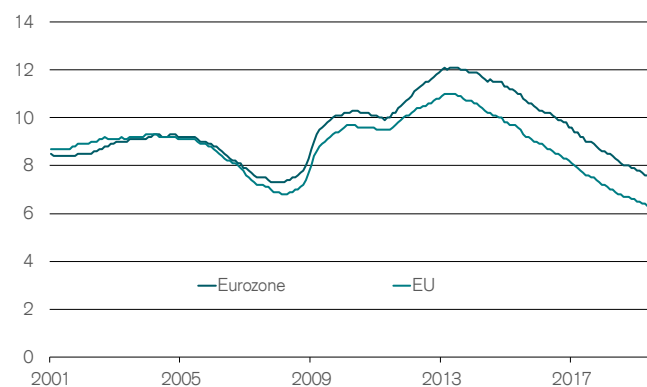
## China

Infolge des Handelskriegs mit den USA und der generellen Konjunkturabschwächung hat sich das Wachstum in China im 2. Quartal 2019 auf 6.2% verringert. Damit expandierte China so langsam wie seit mehreren Jahrzehnten nicht mehr und unterbot sogar die während der globalen Rezession von 2009 verzeichneten Wachstumswerte. Massnahmen der chinesischen Behörden, wie etwa die Lockerung der Kreditbedingungen oder die Abwertung der Währung, sollten der Industrie Unterstützung bieten sowie den Binnenkonsum und die Bauwirtschaft ankurbeln, was den weiteren Verlust wirtschaftlichen Schwungs beschränken dürfte.

claude.maurer@credit-suisse.com

## Noch tiefe Arbeitslosenquoten

Arbeitslosenquoten, saisonbereinigt, in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Optimismus der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) ist immer noch stark

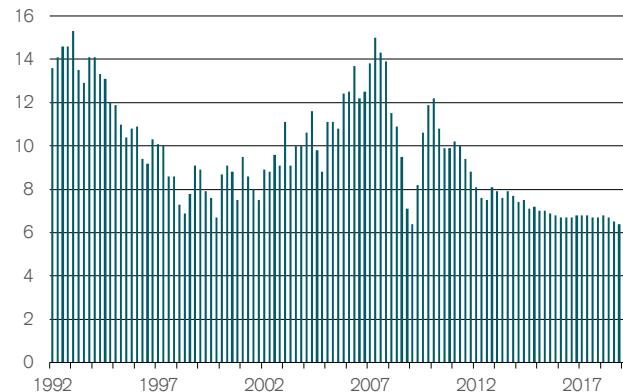
NFIB Small Business Sentiment Index



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Wachstum hat sich abermals verlangsamt

Wachstum reales Bruttoinlandprodukt, gegenüber Vorjahr, in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

# Konsum stützt das Wachstum

**Das Schweizer Wirtschaftswachstum hat sich gegenüber dem Vorjahr deutlich abgeschwächt, und der Ausblick ist insbesondere für das Gros der Industrie eingetrübt. Ein Abgleiten in eine veritable Rezession zeichnet sich jedoch nicht ab.**

## Schwächeres Wachstum im 2. Quartal 2019

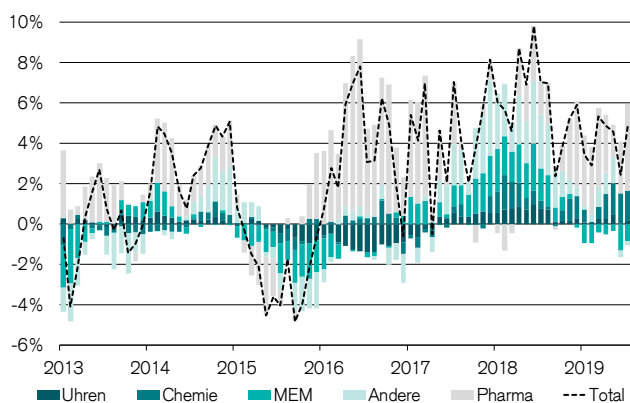
Die Schweizer Wirtschaft ist im 2. Quartal 2019 mit einem Plus von 0.3% gegenüber dem Vorquartal erneut gewachsen. Das Wachstum war aber schwächer als im Vorquartal, und das Bruttoinlandprodukt (BIP) lag nur geringfügig über seinem Stand vor Jahresfrist. Ebenfalls durchzogen präsentiert sich der Ausblick, insbesondere für das Gros der Industrie: Der von uns in Zusammenarbeit mit procure.ch erstellte Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie liegt seit bald einem halben Jahr unterhalb der Wachstumsschwelle. Gleichzeitig ist gemäss unserem Exportbarometer die Industriekonjunktur in den Abnehmerländern von Schweizer Waren und Gütern so schwach wie zuletzt vor sieben Jahren. Zudem hat der CHF gegenüber dem EUR aufgewertet.

## Konsumgüterexporte profitieren vom nach wie vor soliden globalen Konsumwachstum

Seit rund einem Jahr schrumpft denn auch bereits das Exportvolumen der Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM-Industrie), während die Uhrenexporte stagnieren (wobei bei Letzteren die Unruhen im wichtigen Absatzmarkt Hongkong temporär die Nachfrage dämpfen dürften). Die Exporte der Pharmaindustrie nehmen hingegen beinahe ungebrochen zu (vgl. Abb. unten links). Generell ist der hohe Anteil der Konsumgüter am Exportvolumen derzeit ein Trumpf: Zwei Drittel des Schweizer Exportvolumens bestehen aus Gütern, die vom nach wie vor soliden globalen Konsumwachstum profitieren (vgl. Abb. unten rechts). Um das Schweizer Exportvolumen einbrechen zu lassen, bräuchte es folglich eine markante Eintrübung des globalen Konsumklimas – mit der wir derzeit nicht rechnen (vgl. «Globales Umfeld», Seite 5). Derweil gehen wir angesichts der schwierigen Situation der Exporteure von Investitionsgütern aber auch nicht von einer markanten Beschleunigung des Exportwachstums aus. Und weil eine verhaltene Exportnachfrage in der Regel mit einer flauen Investitionsneigung einhergeht, erwarten wir auch vonseiten der Ausrüstungsinvestitionen keine zusätzlichen Wachstumsimpulse.

### Pharmaindustrie als wichtigste Stütze des Exportwachstums

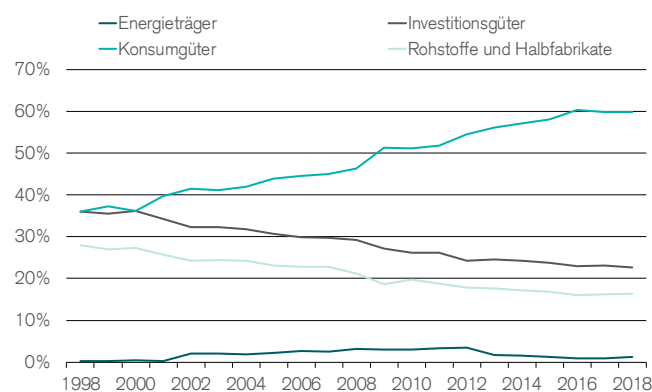
Wachstum ggü. Vorjahr, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

### Steigender Anteil der Konsumgüter am Exportvolumen

Anteile an Warenexporten



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse  
Ab 2002: mit elektrischem Strom, Rückwaren und Lohnveredlungsverkehr  
Ab 2012: mit Gold- und Silberbarren sowie Münzen

## Inlandkonsum profitiert von guter Arbeitsmarktlage

Komfortabler präsentiert sich die Ausgangslage für den privaten Konsum im Inland. Zwar ist der Index der Konsumentenstimmung in der Abbildung links unten ebenfalls rot und damit unterdurchschnittlich, aber zuletzt wurden vor allem die Fragen zur vergangenen bzw. der erwarteten finanziellen Lage negativ beantwortet. Der Pessimismus hinsichtlich der vergangenen Lage gründet wohl auf der Börsenbaisse zum Jahresende (die mittlerweile klar überwunden ist), und jener hinsichtlich der zukünftigen finanziellen Lage auf dem erneuten Rückgang des Zinsniveaus. Dies lässt zumindest die stark parallele Entwicklung der Antworten mit der jeweiligen Finanzmarktentwicklung erahnen. Die Erfahrung zeigt indessen, dass die eigene Arbeitsplatzsicherheit eine viel entscheidendere Determinante für den Konsumentscheid ist als die Entwicklung der Finanzmärkte. Und in Hinblick auf den Arbeitsmarkt, aber auch auf die zukünftige Wirtschaftsentwicklung generell, herrscht gemäss Konsumentenbefragung nach wie vor verhaltener Optimismus.

## Bislang baut selbst die Industrie keine Stellen ab

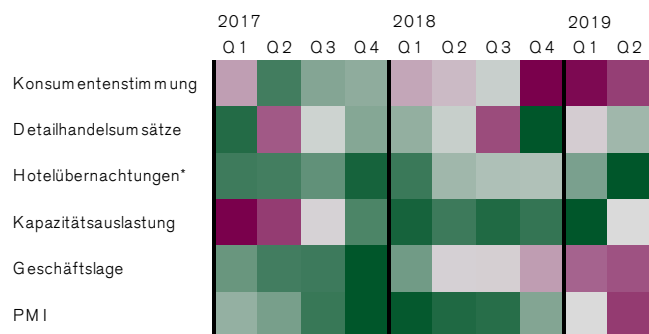
Tatsächlich ist die Arbeitsmarktlage derzeit vergleichsweise robust. Die Arbeitslosenquote ist so tief wie seit mehr als zehn Jahren nicht mehr, und das Beschäftigungswachstum hat sich jüngst nur leicht abgeschwächt (vgl. «Arbeitsmarkt» Seite 9). Selbst die zyklisch stark geforderte MEM-Industrie scheint bisher einzig den Bestand an temporären Arbeitskräften verringert zu haben. Die Subkomponente «Beschäftigung» der PMI-Industrienumfrage rutschte jüngst allerdings erstmals seit 2017 (mit Ausnahme von März 2019) unter die Wachstumsschwelle, wenn auch nur knapp. Ein einzelner negativer Monatswert sollte nicht überinterpretiert werden, er nährt jedoch Befürchtungen vor einem allfälligen länger andauernden und sich ausbreitenden Stellenabbau, der sich wiederum auf die Konsumstimmung auswirken könnte.

## Ansteckungsgefahr über den Arbeitsmarkt ist gering

Die in der Abbildung rechts unten dargestellte Analyse der Korrelationen erlaubt es, das Risiko eines Übergreifens der Industrieschwäche auf die Gesamtwirtschaft und den Arbeitsmarkt abzuschätzen. Demnach ist der PMI für die Industrie offenbar ein guter Vorlaufindikator für das BIP, ist doch die Korrelation mit dem BIP rund ein halbes Jahr vorher vergleichsweise hoch (je dunkler das Grün, umso stärker ist die Korrelation). Eine vertiefte Analyse zeigt indes, dass erst bei einem Wert des Industrie-PMI von weniger als 44.9 Punkten mit einer gesamtwirtschaftlichen Rezession zu rechnen ist und nicht bereits bei Unterschreiten der PMI-Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Offensichtlich braucht es für ein schrumpfendes BIP eine deutlich rückläufige Industrieaktivität. Der Abbildung ist weiter zu entnehmen, dass eine schwache Exportentwicklung in der Regel unmittelbar zu einem tieferen BIP-Wachstum führt, während schwächere Investitionen durchaus auch die Folge eines schwächeren BIP-Wachstums sein können. Die Beschäftigung wiederum läuft tendenziell der wirtschaftlichen Entwicklung hinterher beziehungsweise verläuft gleichzeitig, wie dies auch theoretisch zu erwarten wäre. Selbst wenn also die Industriebeschäftigung deutlicher als erwartet abnehmen würde, wäre folglich keine generelle Verschlechterung der Schweizer Konjunktur zu erwarten.

### Haushalte kaufen ein und gehen aus

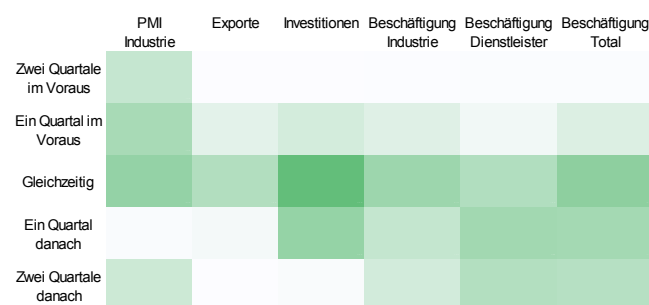
Heatmap; grün = überdurchschnittlich, rot = unterdurchschnittlich



Quelle: Datastream, GfK, Credit Suisse; \* von Schweizer Gästen

### Arbeitsmarktentwicklung folgt dem Bruttoinlandprodukt

Zeitpunkt der Wechselwirkung mit dem Bruttoinlandprodukt. Je dunkler das Grün, umso stärker ist die Korrelation (Wechselwirkung)



Quelle: Datastream, Credit Suisse

**Privater Konsum  
und Bauinvestitionen  
stützen Wachstum, ...**

Die robuste Arbeitsmarktlage ist denn auch ein wichtiger Grund dafür, dass der private Konsum gemäss unserer Prognose 2019 und 2020 weiter zunehmen wird. Zudem darf nicht vergessen werden, dass bereits die abermals steigenden Gesundheitsausgaben und die nach wie vor leicht anziehenden Ausgaben im Bereich Wohnen (vor allem Mieten und Hypothekenzinszahlungen) zum Konsumwachstum beitragen sollten, genauso wie die dank tiefer Inflation solide Kaufkraft und die nach wie vor rege Zuwanderung beziehungsweise schlicht und einfach das Bevölkerungswachstum. Mit einem Wert von je rund 1 % wird das Konsumwachstum jedoch gemäss unseren Prognosen in beiden Jahren vergleichsweise verhalten ausfallen. Beschleunigt zunehmen dürften 2020 dafür die Bauinvestitionen (+1.2%), nachdem sich die Baukonjunktur dieses Jahr kurzzeitig abgeschwächt hat (+0.6%). Die Auftragsbücher bleiben nämlich trotz weniger Baubewilligungen und regionaler Überangebote gut gefüllt, wird doch aufgrund der rekordtiefen Zinsen weiterhin kräftig in Bauprojekte investiert.

**... sodass eine  
veritable Rezession  
unwahrscheinlich ist**

Eine ausgewachsene Rezession, die auch den Dienstleistungssektor erfasst, ist daher trotz der Schwäche in zahlreichen Industriebranchen wenig wahrscheinlich. Sollte sich die globale Konjunktur zudem nicht weiter verschlechtern – was wir dank der fast weltweit vorteilhaften Ausgangslage für den Konsum als plausibel erachten –, dürfte das Schweizer BIP in diesem und im kommenden Jahr mit einem Wert von etwas über 1 % wachsen (2019: 1.1%, 2020: 1.4%\*). Dann es ist durchaus auch möglich, dass der Lagerzyklus sowie der US-chinesische Handelsstreit, die beide zur globalen Industrieschwäche beigetragen haben, in der zweiten Jahreshälfte 2019 und 2020 nachlassen und damit auch in der Schweiz eine Stabilisierung oder gar eine leichte Konjunkturbeschleunigung ermöglichen.

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

\* 2020 werden internationale Sportereignisse wie die Olympischen Sommerspiele oder die Fussball-Europameisterschaft das BIP-Wachstum hierzulande um gut 0.3 Prozentpunkte steigern lassen. Dies, weil zahlreiche internationale Sportverbände, z.B. das Internationale Olympische Komitee (IOC) und die Union of European Football Associations (UEFA), ihren Sitz in der Schweiz haben und deren Einnahmen dem Schweizer BIP zugerechnet werden, obwohl die Aktivitäten ausserhalb des Landes stattfinden. 2019 fand keine grosse Sportgala statt.



## Inflation

Die Inflationsrate ist derzeit etwas niedriger als erwartet, was hauptsächlich durch die gesunkenen Ölpreise bedingt ist. Zudem verbilligt eine Aufwertung des CHF in der Regel die Preise für Importgüter. Die Importpreise (ohne Erdölprodukte) sind zwar in den letzten Monaten etwas gestiegen, der Anstieg war aber nur moderat und beschränkte sich auf Preissteigerungen bei Haushaltsgütern und insbesondere Möbeln. Die Inflationsrate dürfte zum Jahresende (wir rechnen mit einem Jahresdurchschnitt von 0.5%) und auch im nächsten Jahr (Prognose ebenfalls 0.5%) moderat positiv bleiben.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Arbeitsmarkt

Die Nachfrageschwäche im Exportsektor hat den Arbeitsmarkt bisher kaum tangiert. Das Beschäftigungswachstum verlor im 2. Quartal 2019 zwar an Dynamik, mit einem Plus von 1.2% (ggü. Vorjahr) blieb es aber stark. Für eine markante Abkühlung gibt es zurzeit wenig Anzeichen. Die Anzahl der offenen Stellen befindet sich gemäss Umfrage auf Rekordniveau. Insbesondere im Dienstleistungssektor planen überdurchschnittlich viele Unternehmen einen Stellenaufbau in den nächsten Monaten. In der Industrie rechnen jedoch immer mehr Firmen mit einem Abbau.

emilie.gachet@credit-suisse.com

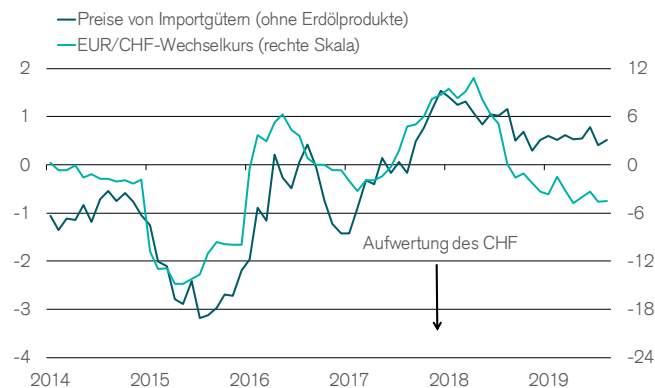
## Zuwanderung

Im 2. Quartal 2019 hat die Nettozuwanderung in der Schweiz etwas nachgelassen. Für das 1. Halbjahr ergibt sich aber trotzdem eine Zunahme von 1.1% gegenüber dem Vorjahr. Nachgegeben hat vor allem die Nettozuwanderung aus den EU-8-Staaten, aus Afrika und zuletzt auch aus Italien. Der Wanderungssaldo aus Portugal blieb zudem negativ. Deutlich zugenommen hat hingegen die Zuwanderung aus Rumänien und Bulgarien, was auf die Aufhebung der Ventilklausel im Mai zurückzuführen ist. Für 2019 gehen wir weiterhin von einem positiven Wanderungssaldo von 55'000 Personen aus (Schweizer und Ausländer).

sara.carnazzi@credit-suisse.com

## Importpreise steigen trotz stärkerem CHF

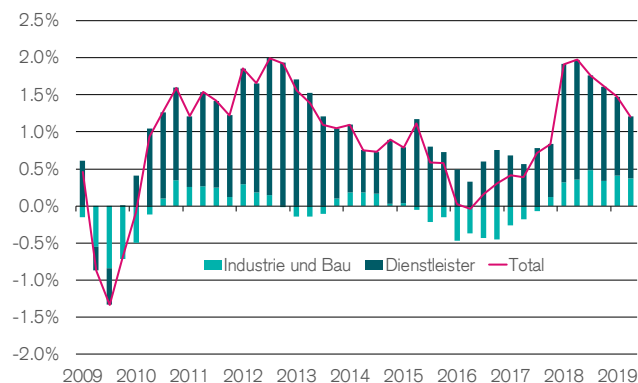
Veränderung gegenüber Vorjahr, in %



Quelle: Datastream, Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

## Beschäftigungswachstum lässt auf hohem Niveau nach

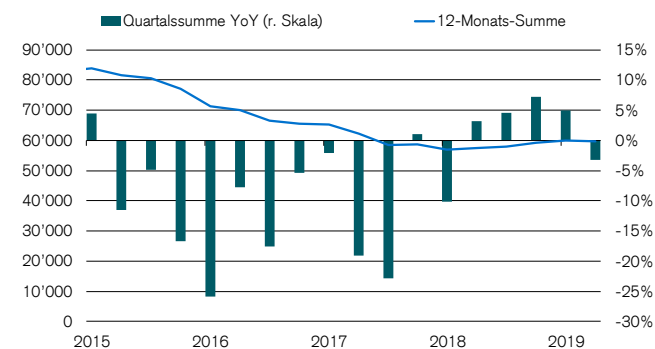
Beschäftigung (Vollzeitaquivalente): Veränderung ggü. Vorjahr in % und Wachstumsbeiträge



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Zuwanderung im 1. Halbjahr leicht über Vorjahreswert

Nettozuwanderung der ständigen Wohnbevölkerung (Schweizer und Ausländer, ohne Registerkorrekturen); Quartalsumme ggü. Vorjahr und 12-Monats-Summe



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

## Pharmazeutische Industrie

Die Schweizer Pharmaexporte haben sich weiterhin dynamisch entwickelt. Dies war vor allem einer Zunahme der pharmazeutischen Ausfuhren nach Deutschland und in die USA zu verdanken. Gesamthaft fiel das Wachstum im 2. Quartal 2019 mit 7.1% gegenüber dem Vorjahresquartal zwar etwas tiefer aus als Anfang dieses und Ende letzten Jahres, der Schweizer Aussenhandel dürfte aber weiterhin von positiven Impulsen aus der Pharmaindustrie profitieren, zumal sich Letztere relativ unberührt von der Abschwächung der globalen Konjunktur entwickelt.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

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

Der Abwärtstrend der Nachfrage aus Europa hat der MEM-Industrie weiterhin zu schaffen gemacht. Im Vergleich zum Vorjahresquartal gingen die Branchenexporte um fast 7% zurück. Neben den Exporten nach Europa zeigten auch diejenigen nach Hongkong und China eine rückläufige Entwicklung. Im 2. Quartal 2019 war nur das Wachstum der Exporte in die USA positiv. Die anhaltenden Unsicherheiten in Verbindung mit dem Handelskrieg und dem Brexit sowie die Konjunkturschwäche in Europa machen die Lage für Schweizer MEM-Exporte weiterhin schwierig.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

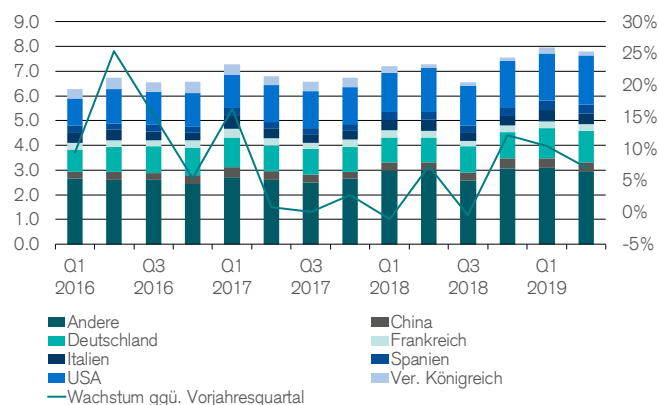
## Uhrenindustrie

Nach einem dynamischen Start ins laufende Jahr ist das Wachstum der Uhrenexporte im 2. Quartal praktisch zum Erliegen gekommen (+0.17% ggü. Vorjahresquartal). Ins Auge sticht vor allem der starke Einbruch der Ausfuhren nach Hongkong im Juni 2019. Die politischen Turbulenzen in diesem wichtigen Exportmarkt für die Uhrenindustrie dürften zumindest teilweise für diesen Rückgang verantwortlich sein. Binnentouristen, die typischerweise von Festlandchina nach Hongkong reisen und dort Schweizer Uhren erwerben, blieben im Juni weitgehend aus. Ob es zu einer Entspannung der Lage kommen wird, ist unklar. Der Druck auf die Schweizer Uhrenexporte könnte deshalb anhalten.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Pharmaexporte wachsen weiterhin dynamisch

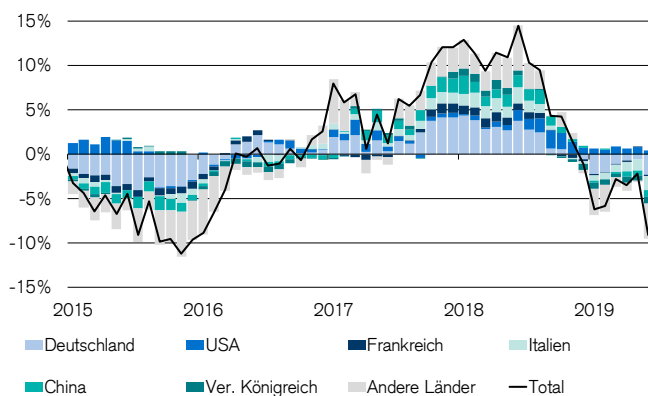
Exporte pro Quartal in CHF Mrd. (linke Achse), Wachstum ggü. Vorjahresquartal (rechte Achse), in %



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Verstärkter Rückgang der MEM-Exporte

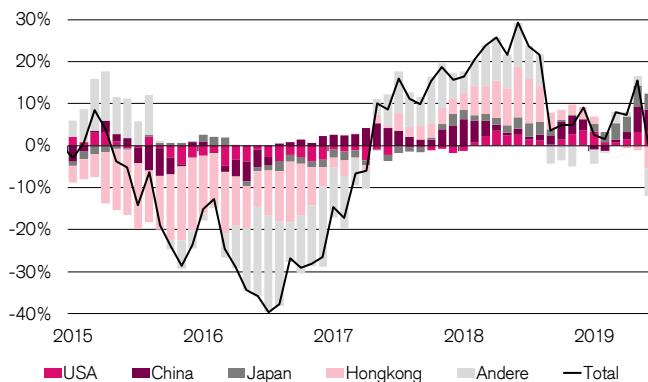
Exporte: Wachstumsbeitrag nach Regionen, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Unruhen in Hongkong belasten Uhrenexporte

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



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Detailhandel

Nach einem verhaltenen Start ins Jahr 2019 haben sich die nominalen Detailhandelsumsätze im 2. Quartal gefangen und im Vergleich zum Vorjahresquartal geringfügig zugenommen (+0.13%). Zu dieser positiven Entwicklung trugen neben den Food-Umsätzen auch die Bereiche Personal Care und Gesundheit sowie Heimelektronik und Freizeit bei. Der Geschäftslageindikator der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF) bestätigt ebenfalls, dass derzeit eine Mehrzahl der Detailhändler ihre Lage als positiv beurteilt. Günstige Entwicklungen am Schweizer Arbeitsmarkt und ein positives Bevölkerungswachstum dürften die Schweizer Detailhandelsumsätze vorerst noch stützen.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Tourismus

Nachdem die Schweizer Tourismusbranche im 1. Quartal 2019 einen relativ starken Rückgang der Logiernächte von Gästen aus Europa hinnehmen musste, hat sich die Situation im 2. Quartal verbessert. Insgesamt wurde ein Plus der Logiernächte von etwas über 4% im Vergleich zum Vorjahresquartal verzeichnet. Europäische Gäste trugen wesentlich zu dieser positiven Entwicklung bei, übernachteten sie doch im 2. Quartal im Vergleich zum Vorjahr wieder öfters in der Schweiz. Angesichts der sich abkühlenden Konjunktur in Europa steht dieser Trend jedoch auf wackligen Beinen.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

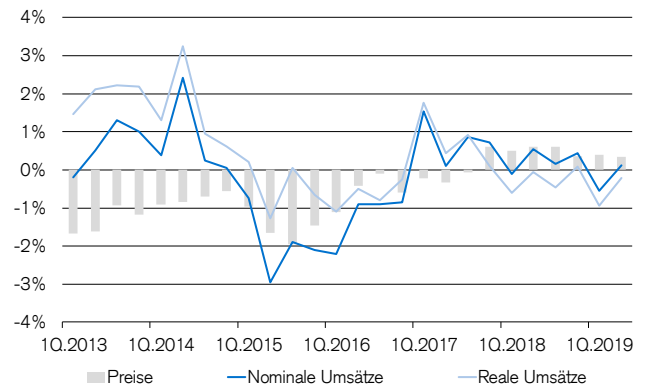
## Informationstechnologie (IT)

Die Geschäftslage in der IT-Branche hat sich im 2. Quartal 2019 erneut verbessert und wird von einer Mehrheit der befragten IT-Dienstleister weiterhin als gut oder mindestens befriedigend eingeschätzt. Dies widerspiegelt die positive Stimmung, die gemäss dem KOF-Geschäftslageindikator in Schweizer Binnensektoren nach wie vor vorherrscht. Eine Verschlechterung der Lage in wichtigen Abnehmerbranchen (wie z.B. der MEM-Industrie) dürfte sich jedoch früher oder später auch in der IT-Branche bemerkbar machen.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Kaum Euphorie bei Schweizer Konsumenten

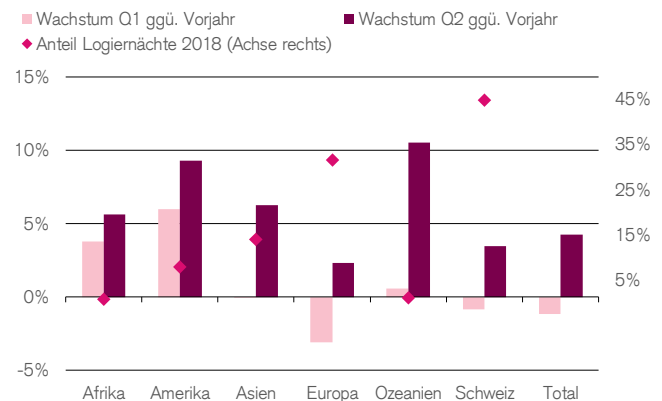
Detailhandelspreise, nominale und reale Detailhandelsumsätze, Wachstum ggü. Vorjahresquartal, in %



Quelle: GfK, Credit Suisse

## Mehr Übernachtungen von Schweizer Gästen

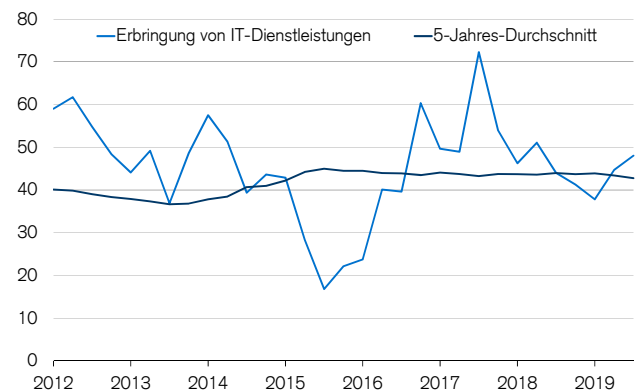
Logiernächte nach Gästeherkunft: Wachstum 2019 ggü. Vorjahresquartal und Anteil am Total, in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Verbesserung der Geschäftslage bei IT-Dienstleistern

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



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

# Pensionierungswelle rollt an

**Die Babyboom-Generationen gehen in Rente. Diese Pensionierungswelle wird in den kommenden zehn Jahren den Schweizer Arbeitsmarkt prägen, zumal bald mehr Erwerbspersonen aus dem Erwerbsleben austreten, als neue dazukommen.**

## Babyboomer: Eine prägende Generation

Ein Aspekt erleichtert den Demografen die Erstellung ihrer Prognosen: Demografische Phänomene zeichnen sich durch eine gewisse Trägheit aus, d.h. Ereignisse aus der Vergangenheit schreiben sich von Jahr zu Jahr fort und beeinflussen dadurch in ziemlich absehbarer Weise die künftige Bevölkerungsentwicklung. Ein markantes Ereignis, das die Alterspyramide seit über einem halben Jahrhundert prägt, ist das Phänomen des Babybooms. Wegen ihres Umfangs sind diese Generationen zu einem zentralen Element der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung der vergangenen Jahrzehnte geworden. Nun treten sie in den Ruhestand.

## Welche Jahrgänge gehören zu den Babyboomern?

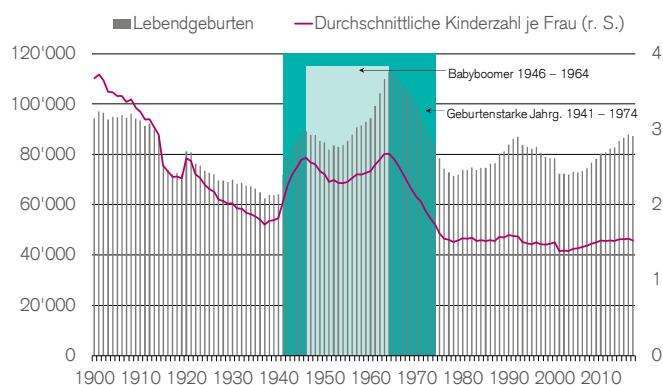
Nach der gängigsten Definition zählen jene Generationen zu den Babyboomern, die zwischen dem Ende des 2. Weltkriegs und Mitte der 1960er-Jahre geboren wurden. In der Schweiz stiegen die Geburtenraten in zwei Wellen: Ein erster Schub fand bereits in den 1940er-Jahren statt, der zweite und stärkere setzte Mitte der 1950er-Jahre ein und erreichte den Zenit Mitte der 1960er-Jahre. Als eigentliche Babyboomer gelten in der Schweiz die Jahrgänge 1946 bis 1964, wobei die Generationen 1941 bis 1974 im historischen Vergleich insgesamt besonders geburtenstark waren. Ein ähnliches Muster lässt sich auch für Länder wie Frankreich oder die USA erkennen, wo die eigentliche Babyboom-Phase unmittelbar nach Kriegsende einsetzte. In Deutschland war das Phänomen wegen der Kriegsfolgen hingegen erst ab Mitte der 1950er-Jahre erkennbar und dauerte bis Ende der 1960er-Jahre.

## Zum Teil über 110'000 Neugeborene pro Jahr in den Nachkriegsjahren

In der Zeit des Babybooms war die durchschnittliche Anzahl Kinder je Frau mit Werten von bis zu 2.7 deutlich höher als in der Periode davor oder danach. Jährlich kamen in der Schweiz zwischen 80'000 und über 110'000 Kinder zur Welt (vgl. Abb.). Es waren die Jahre des Wirtschaftswunders: Die Hochkonjunktur und die Aufbruchsstimmung nach den düsteren Kriegsjahren begünstigten die Familiengründung, denn eine hohe Kinderzahl war nicht nur erwünscht, sondern auch finanziell tragbar. Mitte der 1960er-Jahre gingen die Geburtenzahlen dann stark zurück, nicht nur infolge neuer Verhütungsmethoden, die den sogenannten «Pillenknick» auslösten, sondern auch aufgrund der zunehmenden Individualisierung der Gesellschaft, die andere Lebensmuster erstrebenswert erscheinen liess. Ende der 1970er-Jahre stabilisierten sich die Geburtenziffern auf tiefem Niveau und haben bis heute bei rund 1.5 Kinder je Frau verharrt. Damit liegen die Geburtenraten deutlich unter dem Wert von 2.1, der für eine konstante Bevölkerungszahl beziehungsweise für den Ersatz der Elterngeneration (ohne Berücksichtigung der Migrationsbewegungen) notwendig wäre.

### Das Geburtenwunder der Nachkriegszeit

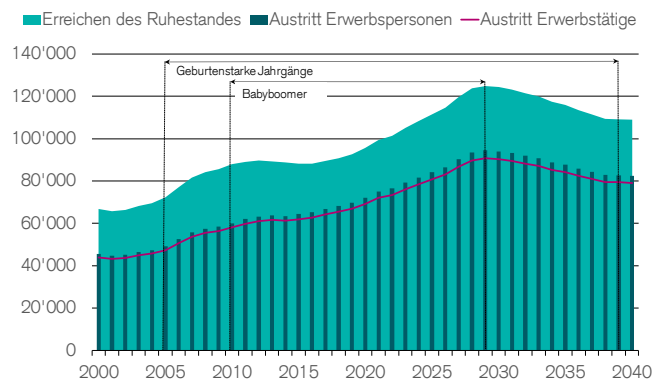
Lebendgeburten und zusammengefasste Geburtenziffer, in Anzahl Kinder je Frau



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

### Die Pensionierungswelle der Babyboomer rollt an

Anzahl Personen, die das offizielle Rentenalter (64/65 Jahre) erreichen



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Babyboomer gehen in Rente

Die Babyboomer aus der Nachkriegszeit treten nun in den Ruhestand. Damit kommt die demografische Alterung in die entscheidende Phase. Die Kombination einer umfangreichen Kohorte mit steigender Lebenserwartung einerseits und nachrückender, wegen tieferer Geburtenraten deutlich schwächer besetzter Jahrgänge andererseits wird sich in zunehmenden Ungleichgewichten bemerkbar machen. Besonders betroffen ist das Rentensystem, in dem einer wachsenden Gruppe von Rentnern immer weniger Beitragszahler gegenüberstehen beziehungsweise Leistungen über eine längere Zeit erbracht werden müssen. Aber auch am Arbeitsmarkt wird die Pensionierungswelle der geburtenstarken Jahrgänge nicht spurlos vorbeiziehen.

## In den nächsten zehn Jahren kommen rund 1.1 Mio. Personen ins Rentenalter ...

Der Übergang der Babyboom-Generationen in den Ruhestand hat 2010 begonnen. Nimmt man die breiter gefasste Gruppe der geburtenstarken Jahrgänge als Referenz, fällt der Beginn sogar schon auf das Jahr 2005. Bis heute haben jährlich zwischen rund 70'000 und 90'000 Personen das ordentliche Rentenalter von 64 Jahren für Frauen und 65 Jahren für Männer erreicht (vgl. Abb. auf der vorherigen Seite). Der zweite und stärkere Schub der Pensionierungen steht spiegelbildlich zur Entwicklung der Geburten in der Nachkriegszeit aber noch bevor. In den kommenden Jahren wird die Anzahl Neurentner schrittweise auf deutlich über 100'000 pro Jahr steigen und 2029 mit knapp 125'000 ihren Höhepunkt erreichen. In den nächsten zehn Jahren werden insgesamt rund 1.1 Mio. Personen ins Rentenalter kommen. Bis die gesamte Kohorte der geburtenstarken Jahrgänge gegen 2040 das Rentenalter erreicht, wird die Anzahl Neurentner über 100'000 pro Jahr betragen.

## ... und über 800'000 Aktive verlassen den Arbeitsmarkt

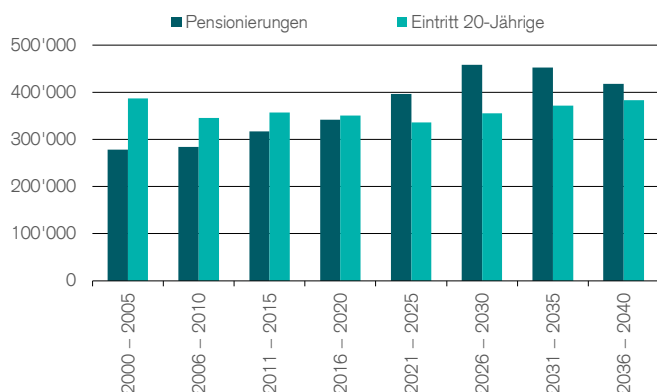
Von diesen Neurentnern sind allerdings nicht alle vor der Pensionierung im Erwerbsleben aktiv. In Hinblick auf die Implikationen für den Arbeitsmarkt ermöglicht die Betrachtung der Erwerbspersonen (einschliesslich Erwerbsloser) und Erwerbstätigen eine präzisere Aussage. Beschränkt man sich auf die aktive Bevölkerung, werden in den kommenden zehn Jahren rund 833'000 Erwerbspersonen und knapp 800'000 Erwerbstätige aus dem Erwerbsleben ausscheiden. Diese Schätzung beruht auf der Annahme, dass die Erwerbsbeteiligung künftig auf dem heutigen Niveau verharrt und sich der Migrationssaldo bei rund 45'000 Personen pro Jahr einpendelt. Zudem wird davon ausgegangen, dass die betroffenen Jahrgänge zum ordentlichen Rentenalter von 64 beziehungsweise 65 Jahren in Rente gehen. Zahlen zum Übergang in den Ruhestand zeigen indes, dass ein nicht unerheblicher Teil der Neurentner zu einem früheren Zeitpunkt pensioniert wird. Im Jahr 2017 bezogen zum Beispiel 48.9% der Männer und 43.5% der Frauen vorzeitig eine Altersrente. Unter Berücksichtigung dieser Tatsache verschiebt sich ein Teil der vorstehend geschätzten Pensionierungswelle zeitlich nach vorne.

## Mehr Austritte als Eintritte am Arbeitsmarkt

Stellt man die Anzahl Pensionierungen den Kohorten der 20-Jährigen gegenüber, die neu in den Arbeitsmarkt eintreten, wird klar, dass die Austritte bald überwiegen werden (vgl. Abb.). Schon 2021 werden etwas mehr Erwerbspersonen in den Ruhestand gehen, als junge Erwachsene auf den Arbeitsmarkt stossen, und diese Diskrepanz wird in den kommenden Jahren weiter zunehmen. Zum Höhepunkt der Pensionierungswelle der Babyboomer 2029 werden rund 18'500 Erwerbspersonen mehr den Arbeitsmarkt verlassen, als aus den Reihen der Jugendlichen dazukommen.

### Bald überwiegen die Austritte aus dem Arbeitsmarkt

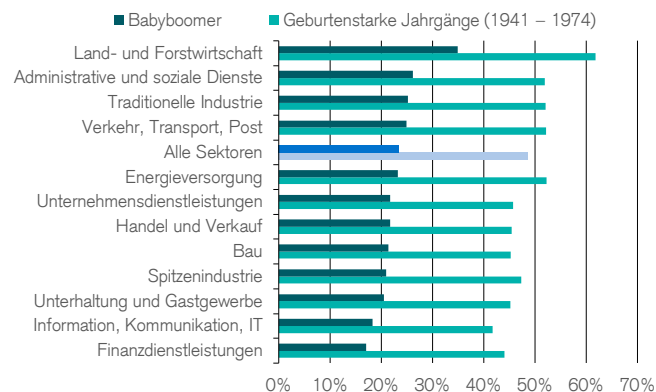
Anzahl Erwerbspersonen



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

### Nicht alle Branchen gleich stark von Babyboomern abhängig

Anteil an den Erwerbstätigen ab 15 Jahren in %, 2018



Quelle: Bundesamt für Statistik (SAKE), Credit Suisse

## Abhängigkeit von den Babyboomern variiert je nach Branche

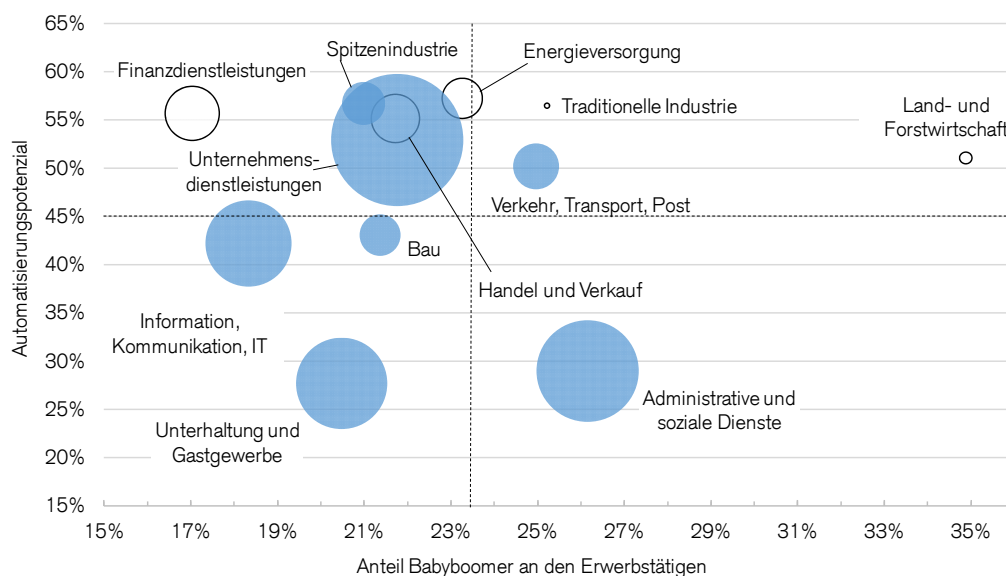
Nicht alle Branchen sind von der Pensionierungswelle gleich stark betroffen. Die Abhängigkeit von den Babyboom-Generationen beziehungsweise den geburtenstarken Jahrgängen bis Mitte der 1970er-Jahre variiert je nach Sektor zum Teil erheblich. Am stärksten durch diese Generationen geprägt ist die Land- und Forstwirtschaft, wo sich knapp 35% der Belegschaft aus den Babyboomern und sogar 61.8% aus den geburtenstarken Jahrgängen rekrutieren (vgl. Abb. auf der vorherigen Seite). Ebenfalls überdurchschnittlich hohe Anteile lassen sich bei den administrativen und sozialen Diensten (inkl. Gesundheitswesen), in der traditionellen Industrie sowie in der Verkehrs- und Transportbranche beobachten. In diesen Sektoren stammt jeder vierte Erwerbstätige aus den Babyboom-Generationen und jeder zweite aus den geburtenstarken Jahrgängen. Am anderen Ende des Spektrums findet man die Finanzdienstleistungen und den Bereich Information, Kommunikation, IT, die lediglich 17% beziehungsweise 18.3% Babyboomer zählen und deren Belegschaft insgesamt jünger ist.

## Wo dürfte sich der Fachkräftemangel verschärfen?

Für die bereits heute unter einem gewissen Fachkräftemangel leidenden Sektoren bedeutet die Pensionierungswelle der Babyboomer eine zusätzliche Personallücke, die zu Engpässen führen könnte. Diese Problematik wird umso ausgeprägter ausfallen, je grösser die Abhängigkeit von diesen Generationen, je stärker die Wachstumsdynamik der Branche und je geringer der Spielraum sind, um fehlende Fachkräfte durch Effizienzsteigerung und Automatisierung auszugleichen. Bereits heute setzt ein Viertel der kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in der Schweiz auf Digitalisierung und Automatisierung als explizites Mittel gegen den Fachkräftemangel<sup>1</sup>. Diese Möglichkeit steht jedoch nicht jedem Sektor in gleichem Masse offen. Wie aus untenstehender Abbildung ersichtlich ist, weisen die Bereiche administrative und soziale Dienste sowie Unterhaltung und Gastgewerbe ein klar unterdurchschnittliches Automatisierungspotenzial auf<sup>2</sup>. Während Letzterer auf eine jüngere Belegschaft setzen kann, wird Ersterer überdurchschnittlich stark von der Pensionierungswelle der Babyboom-Generationen betroffen sein – dies umso mehr, als die Branche zurzeit eine überdurchschnittlich starke Beschäftigungsdynamik verzeichnet. Problematisch dürfte es insbesondere für das Gesundheitswesen werden, das – nicht zuletzt demografisch bedingt – gute Wachstumsaussichten aufweist. Eine bessere Ausgangslage im Zusammenhang mit der Pensionierungswelle der Babyboomer haben hingegen Branchen wie die Spitzenindustrie oder die Unternehmensdienstleistungen. Ihre Abhängigkeit von Arbeitnehmern dieser Generationen ist geringer und der Spielraum zur Automatisierung überdurchschnittlich gross. Ob der Spielraum ausreichen wird, um eine Verschärfung

### Neue Technologien gegen die Personallücke

Anteil Babyboomer an den Erwerbstätigen ab 15 Jahren in %, 2018; Anteil automatisierbarer Tätigkeiten in %, 2016; Kreisdurchmesser: Beschäftigungswachstum 2016 – 2018 (farbige Kreise = positives Wachstum); gestricheltes Achsenkreuz: Durchschnittswerte Gesamtwirtschaft



Quelle: Bundesamt für Statistik (SAKE), Credit Suisse

<sup>1</sup> Credit Suisse, «Erfolgsfaktoren für Schweizer KMU – Strategien gegen den Fachkräftemangel», 2017

<sup>2</sup> Unsere Schätzung des Automatisierungspotenzials in den einzelnen Branchen beruht auf der Annahme, dass eine Substitution von Tätigkeiten durch automatisierte Prozesse vor allem bei denjenigen Berufen zu erwarten ist, die einen hohen Anteil an Routinetätigkeiten aufweisen, sowohl manueller als auch analytischer Art. Massgebend für das Potenzial sind Technologien, die bereits heute verfügbar sind (vgl. Dengler/Matthes (2018), «Substituierbarkeitspotenziale von Berufen: Wenige Berufsbilder halten mit der Digitalisierung Schritt».)

des Fachkräftemangels abzuwenden, hängt allerdings auch davon ab, inwieweit die Automatisierung zu einem Zusatzbedarf an Fachkräften führen wird, die für die Implementierung und Kontrolle von Computerprozessen, Maschinen und Robotern benötigt werden.

### **Babyboomer länger am Arbeitsmarkt halten**

Um die Lücke zu verringern, welche die Pensionierung der Babyboomer hinterlässt, steht den Unternehmen grundsätzlich auch die Option zur Verfügung, genau diese Arbeitnehmer über das Rentenalter hinaus zu beschäftigen. In der Realität verfolgt jedoch nur eine Minderheit der Schweizer Firmen diese Strategie, gemäss unserer Umfrage bei Schweizer KMU lediglich jede vierte<sup>3</sup>. Wer infolge von Pensionierungen bereits heute mit einem hohen Personalbedarf rechnet, setzt aber immerhin stärker auf die Weiterbeschäftigung von älteren Arbeitnehmern als der Durchschnitt der Befragten. Gewisse Fragezeichen, ob die Erwerbsbeteiligung von älteren Arbeitnehmern nennenswert gesteigert werden kann, bestehen aber auch auf der Angebotsseite. Heute sind in der Schweiz 14.9% der Männer und 8.6% der Frauen über das Rentenalter hinaus erwerbstätig; Anfang der 1990er-Jahre waren es noch 20% beziehungsweise 11.2%. Von den Senioren zwischen 66 und 74 Jahren äussern gemäss unserer Analyse der «stillen Reserven» am Schweizer Arbeitsmarkt lediglich 7% ein Interesse an einer Beschäftigung über das Rentenalter hinaus<sup>4</sup>. Die Anreizstruktur sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Angebotsseite scheint einer besseren Ausschöpfung des Arbeitspotenzials älterer Arbeitnehmer zurzeit nicht wirklich förderlich. Ob nun die vom Bundesrat geplante Überbrückungsrente für ältere Arbeitnehmer die richtige Antwort auf die bevorstehenden Entwicklungen am Arbeitsmarkt darstellt, ist mehr als fraglich.

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

<sup>3</sup> Credit Suisse, Erfolgsfaktoren für Schweizer KMU – Strategien gegen den Fachkräftemangel, 2017

<sup>4</sup> Credit Suisse, Die stille Reserve dürfte weiterhin «still» bleiben, Monitor Schweiz, 2. Quartal 2018

# Inflation und alternde Bevölkerung

**Jüngste wissenschaftliche Studien haben den Zusammenhang zwischen Inflation und demografischer Entwicklung analysiert und versucht, auf diese Weise die tiefen Inflationsraten in den Industrieländern zu erklären. Allerdings ergaben sich widersprüchliche Erkenntnisse.**

**Ein hoher Altenquotient könnte die Inflation anfachen, ...**

Veränderungen in der Altersstruktur einer Bevölkerung wirken sich auf das zahlenmässige Verhältnis zwischen Konsumenten und Erwerbstätigen aus. Ein hoher Altenquotient (Verhältnis der Anzahl Personen, die nicht mehr im Erwerbstätigenalter sind, zur Anzahl Personen im Erwerbstätigenalter) impliziert eine höhere Zahl von Konsumenten relativ zu den Menschen, die Waren und Dienstleistungen produzieren. Die resultierende «Produktionslücke» könnte Inflationsdruck erzeugen. Umgekehrt könnte ein tiefer Altenquotient die Inflation dämpfen.

**... was implizieren würde, dass eine alternde Bevölkerung die Inflation steigen lässt, ...**

Volkswirte der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)<sup>5</sup> haben analysiert, wie sich verschiedene Alterskohorten auf die Inflation auswirken. Sie fanden heraus, dass jüngere und ältere Kohorten allgemein inflationär sind, wogegen sich Kohorten im arbeitsfähigen Alter allgemein desinflationär auswirken. Die Abbildung unten links zeigt den geschätzten Effekt der Demografie auf die Inflation in der Schweiz, den wir aus den Resultaten der BIZ-Studie und unseren eigenen demografischen Prognosen abgeleitet haben. Aufgrund der alternden Bevölkerung hat der Altenquotient der Schweiz wieder zu steigen begonnen, und er wird voraussichtlich weiterhin zunehmen. Da die meisten grösseren Volkswirtschaften einen ähnlichen Trend durchlaufen dürften (vgl. Abb. unten rechts), legen die Ergebnisse der empirischen Analyse den Schluss nahe, dass sich die Inflation in den kommenden Jahrzehnten weltweit beschleunigen sollte.

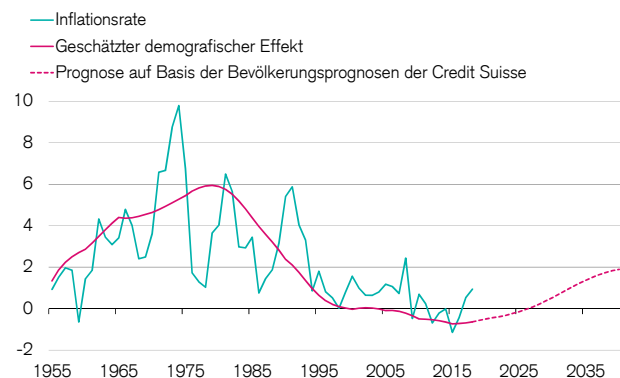
**... ausser das Gegenteil trifft zu ...**

Indes belegen andere Analysen einen<sup>6</sup> gegenteiligen Effekt, d.h. sie haben einen Zusammenhang zwischen einem schnelleren Wachstum der Bevölkerung im Erwerbstätigenalter und einer höheren Inflation gefunden. Und auch diese Erkenntnisse lassen sich theoretisch erklären. Die sogenannte Hypothese der langfristigen Stagnation geht davon aus, dass die demografische Alterung weltweit eine Zunahme des Sparkapitals nach sich zieht und damit auf die Realzinsen drückt. Eine geldpolitische Lockerung, welche die Inflation beschleunigen sollte, wird dadurch erschwert, zumal die Zinsen nicht deutlich unter null gesenkt werden können. Wirkt eine alternde Bevölkerung nun also inflationär oder desinflationär? Angesichts der widersprüchlichen empirischen Resultate und Theorien ist es schwierig, eine überzeugende Schlussfolgerung zu ziehen. Jedenfalls stellen wir fest, dass beide obigen Theorien – die eine alternde Bevölkerung mit einer entweder höheren oder tieferen Inflation assoziieren – davon ausgehen, dass Unternehmen ihre Produktionskapazität nur sehr graduell anpassen und ihr Tempo dabei sogar hinter jenem demografischer Trends zurückbleibt, was wir als unwahrscheinlich erachten. Wir würden daher nur mit Vorsicht eine alternde Bevölkerung mit irgendwelchen langfristigen Inflationstrends in Verbindung setzen.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Werden demografische Trends die Schweizer Inflation erhöhen?

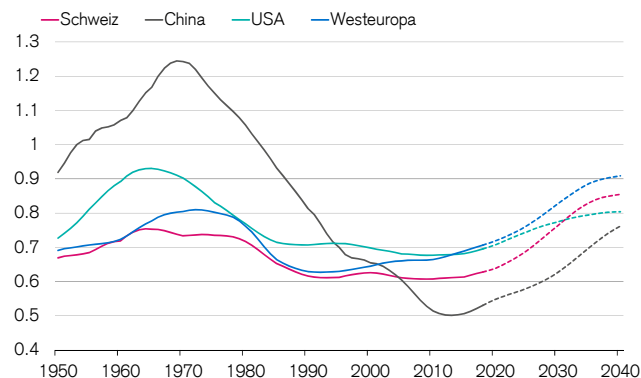
Inflationsrate, in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Alternde Bevölkerung wird höheren Altenquotienten bewirken

Altenquotient



Quelle: United Nations World Population Prospects, Credit Suisse

<sup>5</sup> Juselius, M. und Takats, E. (2015). «Can demography affect inflation and monetary policy?». BIS Working Papers Nr. 485.

<sup>6</sup> Z.B. Bobeica, E. et al. (2017). «Demographics and inflation». ECB Working Paper Series Nr. 2006.



## Banknotenumlauf

Die Zahl der meisten Banknoten im Umlauf nahm im Juni 2019 weiterhin sehr langsam zu, wogegen die Tausendfrankennoten um fast 4% im Vorjahrsvergleich (YoY) zurückgingen. Eine etwaige weitere Leitzinssenkung durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) noch tiefer in den negativen Bereich würde die Geschäftsbanken wohl dazu veranlassen, die Negativzinsen auf mehr Kundeneinlagen auszuweiten. Dies würde voraussichtlich die Nachfrage nach Banknoten ankurbeln. Eine anziehende Banknotennachfrage infolge eines Zinsschnitts seitens der SNB wäre aber wohl nur vorübergehend, sodass die SNB bei Bedarf über weiteren Spielraum für Leitzinsreduktionen verfügt.

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

## Devisenreserven

Per Ende Juni 2019 verfügte die SNB über Devisenreserven in der Höhe von CHF 780 Mrd. Davon waren rund 40% in auf EUR lautende Anlagen investiert. Seit Mitte Juli hat die SNB wieder Fremdwährungen gekauft, nachdem der CHF gegenüber dem EUR aufwertete. Die Aufwertung des CHF wird zwar den Wert der EUR-Anlagen senken, eine Rally bei den von der SNB gehaltenen Staatsanleihen sollte aber Verluste infolge von Wechselkursveränderungen teilweise aufwiegen. Auch auf den Aktienpositionen der SNB ist im 3. Quartal 2019 ein Verlust wahrscheinlich.

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

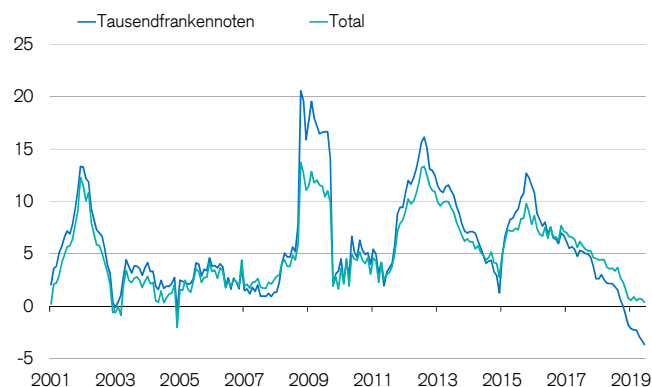
## Hypotheken an Unternehmen

Seit dem 4. Quartal 2018 hat sich das Wachstum der an Unternehmen vergebenen Hypotheken in der Schweiz beschleunigt. Finanzdienstleistungsunternehmen und ein breites Spektrum weiterer Dienstleister, darunter auch Immobilienakteure, leisteten den grössten Beitrag zu diesem Wachstum. Diese Beschleunigung in Verbindung mit steigenden Preisen für Renditeliegenschaften im Wohnimmobilienmarkt ist wahrscheinlich der Auslöser für eine verstärkte Überwachung dieses Anlagesegments durch die SNB und die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht. Die Schweizerische Bankiervereinigung hat ihrerseits Massnahmen, wie beispielsweise eine tiefere Beleihungsquote, vorgeschlagen, um potenziellen Risiken für die Finanzmarktstabilität gegenzusteuern, die sich aus diesen Entwicklungen ergeben.

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

## Rückgang im Umlauf befindlicher Tausendfrankennoten

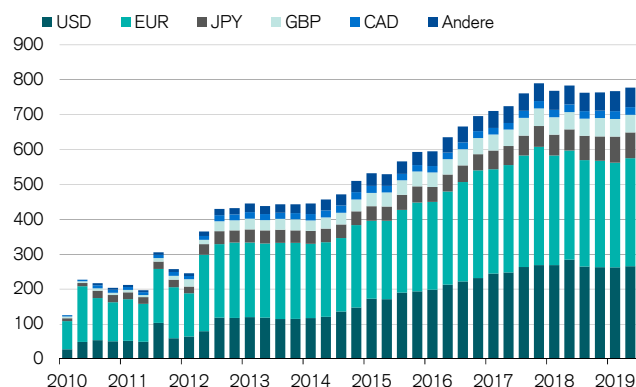
Wachstum Banknoten im Umlauf, in % gegenüber Vorjahr



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

## Rund 40% der Devisenreserven der SNB lauten auf EUR

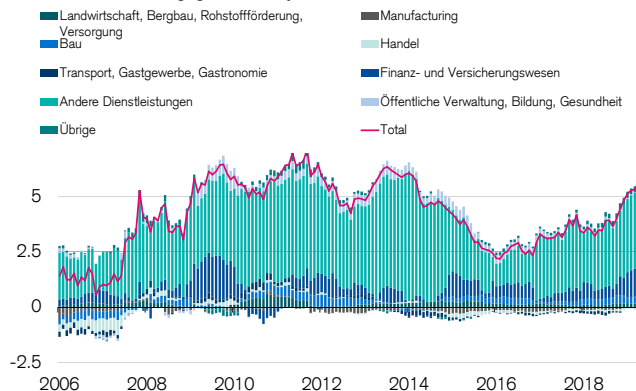
Fremdwährungsreserven der SNB, in CHF Mrd.



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

## Beschleunigtes Wachstum von Hypotheken an Unternehmen

Wachstumsrate in %, gegenüber Vorjahr



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

## Wohneigentum

Bei selbstgenutztem Wohneigentum ist das Preiswachstum dank sehr tiefer Zinsen und geringer Bautätigkeit beachtlich geblieben. Im Vergleich zum Vorjahresquartal stiegen die Preise für Eigentumswohnungen im 2. Quartal 2019 um 2.7%. Bei Einfamilienhäusern fiel das Plus mit 4.4% wie schon in den Vorquartalen merklich höher aus. Dass die Immobilienpreise nicht noch deutlich stärker nach oben geklettert sind, dürfte auf ihre bereits sehr hohen Niveaus, die seitens der Käufer zusätzliche Eigenmittel erfordern, sowie auf die regulatorischen Richtlinien bei der Kreditvergabe zurückzuführen sein. Letztere dämpfen die Nachfrage weiterhin spürbar.

thomas.rieder@credit-suisse.com

## Mietwohnungen

Gemäss der Immobilienberatungsgesellschaft IAZI sind die Transaktionspreise von Renditeliegenschaften mit Wohn- und Mischnutzung seit 2002 um 80% gestiegen. Die Mieterträge konnten mit dieser Entwicklung jedoch nicht Schritt halten, legte die Mietpreiskomponente des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) im selben Zeitraum doch lediglich um 22% zu. Gar leicht rückläufig waren in den vergangenen drei Jahren die Mieten der inserierten Wohnungen. Immobilienanleger müssen sich folglich mit schrumpfenden Cash-flow-Renditen abfinden. Im vorherrschenden Negativzinsumfeld sind diese jedoch noch immer attraktiv. Ausserdem konnten die Anleger in den vergangenen Jahren von markanten Wertzuwächsen profitieren.

fabian.waltert@credit-suisse.com

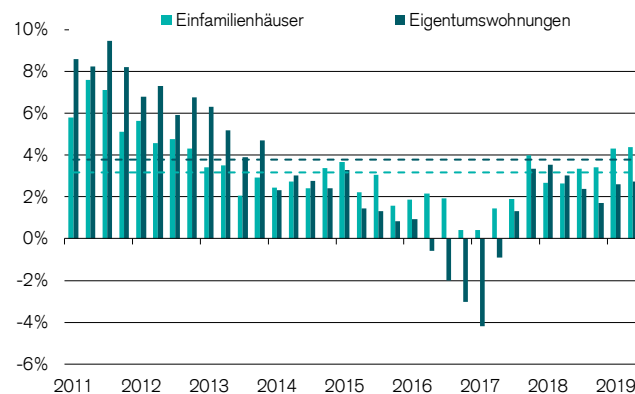
## Büroflächen

Die Bautätigkeit am Büroflächenmarkt hat spürbar abgenommen. Die Summe der Neubaubewilligungen betrug in den letzten zwölf Monaten CHF 1'675 Mio. und lag folglich um 14% unter dem langjährigen Mittelwert (CHF 1'953 Mio.). Damit erreichte sie den tiefsten Wert seit 2009 und widerspiegelte die vorsichtigere Haltung der Investoren, die insbesondere durch die hohen Leerstände in den äusseren und peripheren Büroflächenmärkten bedingt ist. Im Gegensatz dazu kam es an den Büromärkten direkt in den Zentren zu einer deutlichen Erholung, die nun durch die sinkende Bautätigkeit zusätzlich unterstützt wird.

alexander.lohse@credit-suisse.com

## Ungebrochene Preisdynamik bei Wohneigentum

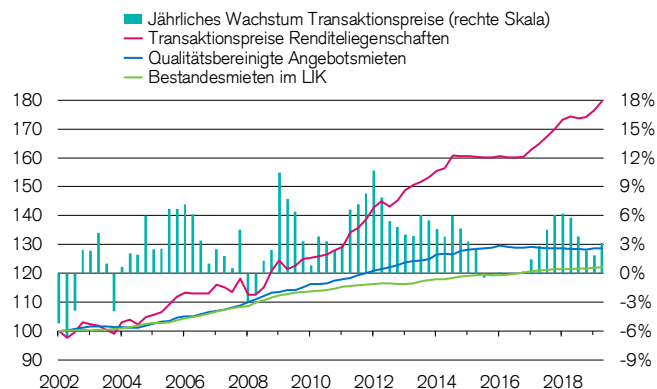
Jahreswachstumsraten; gestrichelte Linien: Durchschnitt 2000 – 2018



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 2. Quartal 2019

## Schere zwischen Liegenschaftspreisen und Mieten weit geöffnet

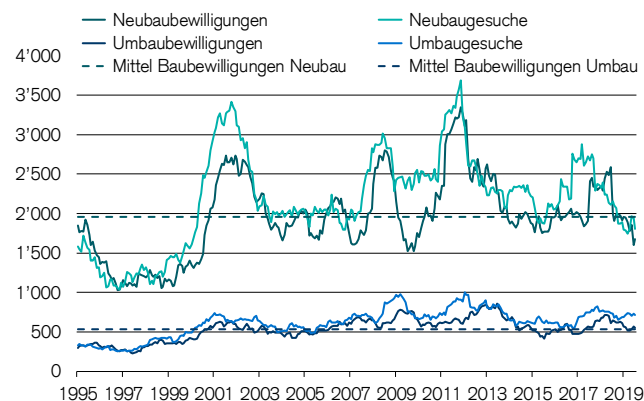
Wohnrenditeliegenschaften: Entwicklung Transaktionspreise und Mieten, Index: 1. Quartal 2002 = 100



Quelle: IAZI, Homegate, Bundesamt für Statistik, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 2. Quartal 2019

## Abnehmende Bautätigkeit am Büromarkt

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



Quelle: Baublatt, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: Juli 2019

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

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

## Industriekonjunktur

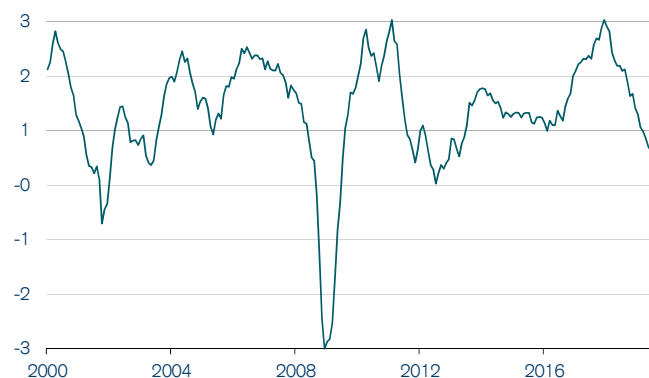
Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

## Exporte

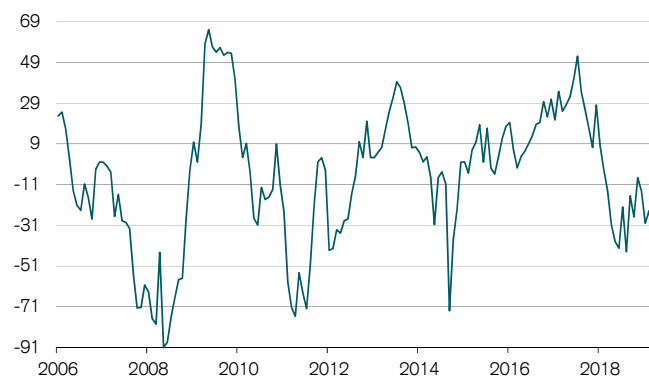
In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

## Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

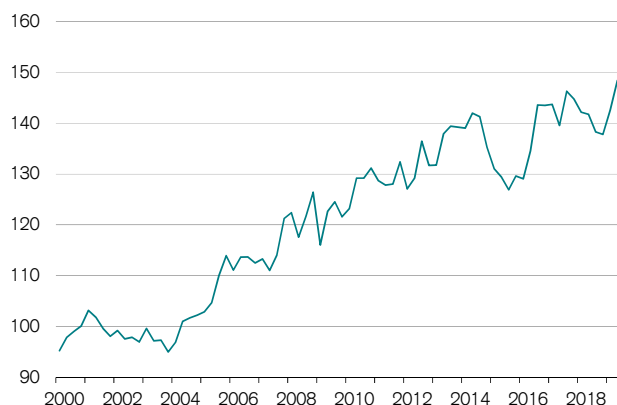
# Credit Suisse Vorlaufindikatoren

## 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



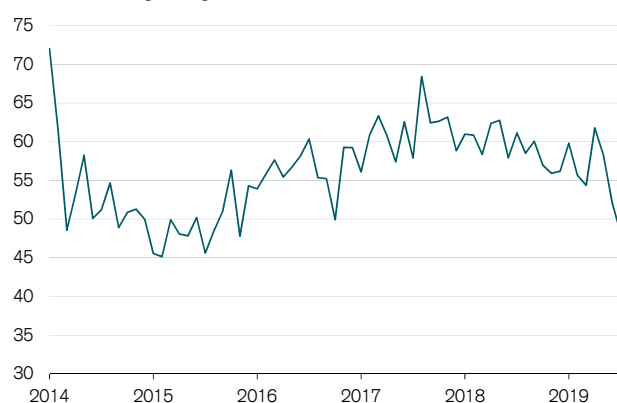
Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

## 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

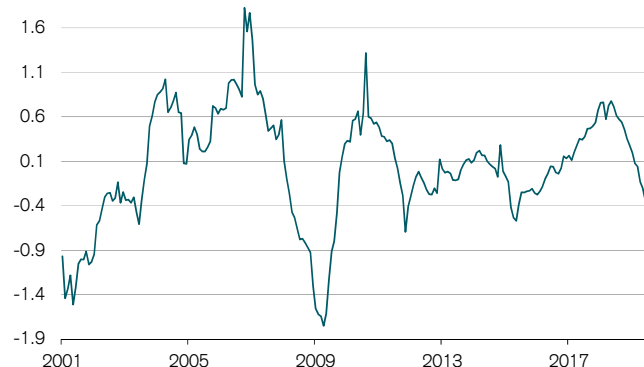


Quelle: procure.ch, Credit Suisse

## 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

	2019 1. Quartal	2019 2. Quartal	2019P 3. Quartal	2019P 4. Quartal	2020P 1. Quartal	2020P 2. Quartal	2020P 3. Quartal	2020P 4. Quartal	2019P	2020P
BIP (YoY, in %)	1.0	0.2	1.1	1.7	1.6	1.6	1.3	1.2	1.1	1.4
Privater Konsum	0.6	0.9	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.3
Staatskonsum	0.9	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Bruttoanlageinvestitionen	-0.5	-0.9	1.7	2.0	1.3	1.1	1.1	1.1	0.6	1.1
Bauinvestitionen	1.4	0.2	0.2	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.6	1.2
Ausrüstungsinvestitionen	-1.5	-1.6	2.5	2.5	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	2.7	2.3	2.5	0.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.0	2.5
Importe (Güter und Dienstleistungen)	-0.9	-1.7	3.2	3.5	2.0	2.0	2.0	2.0	1.0	2.0
Inflation (in %)	0.6	0.6	0.3	0.3	0.5	0.3	0.5	0.6	0.5	0.5
Arbeitslosigkeit (in %)	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5	2.3	2.4
Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten (YoY, in %)	1.5	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	1.2	0.9
Nettozuwanderung (in Tsd.)									55	55
Nominallohnwachstum (YoY, in %)									0.7	0.7
Leistungsbilanz (in % des BIP)									6.9	7.2

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

## Prognosen für die Weltwirtschaft

Prognosen	Prognosen		Inflation		Struktur		Bedeutung für die Schweiz	
	BIP ggü. Vorjahr, in %				Bevölkerung in Mio.	BIP in USD Mrd.	Exportanteil in %	Importanteil in %
	2019	2020	2019	2020	2018	2018	2018	2018
Welt	2.7	2.7	2.6	2.5	7'530	84'740	100	100
USA	2.3	2.1	1.9	2.0	327	20'494	16.3	6.2
Eurozone	1.1	1.4	1.2	1.2	341	13'669	44.3	61.7
Deutschland	0.5	0.9	1.5	1.6	83	4'000	18.8	27.1
Frankreich	1.2	1.4	1.3	1.5	65	2'775	6.5	8.0
Italien	0.1	0.7	0.8	1.1	60	2'072	6.2	9.3
Grossbritannien	1.2	1.3	1.9	2.1	66	2'829	4.0	3.8
Japan	0.8	0.5	0.6	0.2	126	4'972	3.3	1.7
China	6.2	6.0	2.5	2.2	1'395	13'407	5.2	7.1

Quelle: Datastream, Internationaler Währungsfond, 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.)	562.7	568.4	548.0
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (in %)	-0.92	-1.0	-0.9	Geldmenge M1 (in %, ggü. Vorjahr)	5.1	5.2	6.9
				Geldmenge M2 (in %, ggü. Vorjahr)	3.6	3.6	3.7
				Geldmenge M3 (in %, ggü. Vorjahr)	3.5	3.6	3.3
Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse				Devisenreserven (in CHF Mrd.)	788.0	767.7	787.4

## 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 Schuldner, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Ausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen in Schwellenländern 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](http://www.credit-suisse.com/disclosure) zu finden.

## Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder Nut-

zung 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 Marktkommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten oder darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäusserten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN:** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die CS, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlageleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko. **DATENSCHUTZ:** Ihre Personendaten werden gemäss 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 Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. NZ000248233) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai - 400 018, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **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 Tochterge-

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

unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die portugiesische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörde Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **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, Kuru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler 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 © 2019 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

19C013A\_IS