

Trotz Konjunkturerholung nimmt Zuwanderung ab

Monitor Schweiz | 3.Q 2020

Konjunktur Schweiz
**Der Weg zur Normalisierung ist
trotz Zwischenspur noch lang**

Seite 5

Fokus Zuwanderung
**COVID-19 bremst Zuwanderung
über den Lockdown hinaus**

Seite 12

Geldpolitik
**Erste Beurteilung des
COVID-19-Kreditprogramms**

Seite 17



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
Emilie Gachet
Tiziana Hunziker
Alexander Lohse
Claude Maurer
Thomas Rieder
Fabian Waltert



Mitwirkung

Ewelina Krankowska-Kedziora
Tomasz Limberger
Christine Mumenthaler
Andreas Weber



Redaktionsschluss

9. September 2020



Copyright

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

Liebe Leserinnen und Leser

Der Ausstieg aus dem Lockdown hat die Wirtschaft in der Schweiz und anderswo rasch wieder anspringen lassen, weil die Haushalte Gelder, die sie während des Lockdowns angespart hatten, wieder ausgeben konnten und können. Die Grundlage für diese Erholung haben die dezidierten geld- und finanzpolitischen Massnahmen geschaffen, die zu Beginn der Krise ergriffen wurden – namentlich die ausgeweitete Möglichkeit zum Bezug von Kurzarbeitsgeld und die mit Staatsgarantien versehenen COVID-19-Kredite, die von den Banken vergeben wurden.

Wir gehen in unserer Prognose davon aus, dass die Konjunkturerholung in den kommenden Quartalen zwar anhalten, sich das Erholungstempo aber vor allem wegen eines nach wie vor labilen Arbeitsmarktes abschwächen wird. Die weiter schwelende Pandemie wird die Wirtschaftsaktivität ebenfalls dämpfen. Allerdings erwarten wir, dass weder in der Schweiz noch bei unseren wichtigsten Handelspartnern erneut weitreichende Lockdown-Massnahmen ergriffen werden müssen.

Sofern diese moderat optimistische Prognose zutrifft, gilt es nun, über den Ausstieg aus den wirtschaftspolitischen Notmassnahmen nachzudenken. Allfällige negative Nebeneffekte und Fehlansätze, die diese mit sich gebracht haben, sollten korrigiert werden, ohne jedoch den Erholungsprozess der Wirtschaft in Mitleidenschaft zu ziehen. Die Kurzarbeit birgt beispielsweise die Gefahr, dass Arbeitnehmer davon abgehalten werden, eine neue Stelle zu suchen, oder dass nicht wettbewerbsfähige Unternehmen indirekt subventioniert werden. Die COVID-19-Kredite wiederum erhöhen das Risiko einer Überschuldung von Unternehmen, die mit Verzögerung doch noch in einem Bankrott endet. Bislang scheint uns in der Diskussion um die Coronamassnahmen der Fokus zu sehr auf den Staatsschulden und zu wenig auf der Wahrung und Stärkung der finanziellen Gesundheit des Privatsektors sowie auf einer möglichen Beeinträchtigung zukünftiger Wachstumschancen zu liegen.

Über einen Ausstieg der anderen Art werden wir in Kürze an der Abstimmungsurne entscheiden. Auch in der Diskussion über die Personenfreizügigkeit geht es im Kern um die Frage, inwiefern dirigistische Massnahmen oder aber Marktkräfte die Zuwanderung in die Schweiz steuern sollen. Das derzeitige System, bei dem der Staat mit «flankierenden Massnahmen» etwaige negative Begleiterscheinungen einer rein marktgesteuerten Zuwanderung korrigiert, scheint uns klar besser als die Alternative staatlich verordneter Grenzschiessungen, wie sie während der COVID-19-Krise umgesetzt worden sind, oder aber deren Abwandlung, d.h. staatlich bestimmte Kontingente. Wie unser Fokus-Beitrag (vgl. S. 12) zeigt, ist auch unter dem derzeitigen Regime in den nächsten ein, zwei Jahren mit einem graduellen Abflauen der Nettozuwanderung zu rechnen.



André Helfenstein
CEO Credit Suisse (Schweiz) AG



Oliver Adler
Chefökonom Schweiz

Konjunktur Schweiz	5
Der Weg zur Normalisierung ist trotz Zwischenspur noch lang	
Auf den bisher beispiellosen Wirtschaftseinbruch im 1. Halbjahr 2020 folgt eine rasche Erholung. Der weitere Verlauf des Aufschwungs dürfte aber eher schleppend erfolgen. Die Entwicklung des Bruttoinlandprodukts ähnelt dementsprechend einem «schiefen V».	
Konjunktur Monitor	9
Branchen Monitor	10
Fokus – Zuwanderung	12
COVID-19 bremst Zuwanderung über den Lockdown hinaus	
Dank hohen Zuwanderungszahlen im 1. Quartal und einem Rückgang der Auswanderungen wird die Nettozuwanderung 2020 trotz Coronakrise voraussichtlich nur leicht sinken. Der Wanderungssaldo dürfte sich indessen 2021 trotz einer erwarteten Wirtschaftserholung weiter abschwächen.	
Rückblick: Entwicklung der Zuwanderung seit Einführung der Personenfreizügigkeit	16
Geldpolitik	17
Erste Beurteilung des COVID-19-Kreditprogramms	
Zur Unterstützung von Unternehmen, deren Liquidität plötzlich versiegte, boten die Banken bis am 31. Juli günstige, vom Bund verbürgte Kredite an. Die Unternehmen nahmen CHF 17 Mrd. auf, und die Kreditausfälle sind bisher beschränkt.	
Geldpolitik I Monitor	18
Immobilien Monitor	19
Credit Suisse Vorlaufindikatoren	20
Prognosen und Indikatoren	22

Der Weg zur Normalisierung ist trotz Zwischenspur noch lang

Auf den bisher beispiellosen Wirtschaftseinbruch im 1. Halbjahr 2020 folgt eine rasche Erholung. Der weitere Verlauf des Aufschwungs dürfte aber eher schleppend erfolgen. Die Entwicklung des Bruttoinlandprodukts ähnelt dementsprechend einem «schiefen V».

Historisch starker BIP-Einbruch im 1. Halbjahr 2020

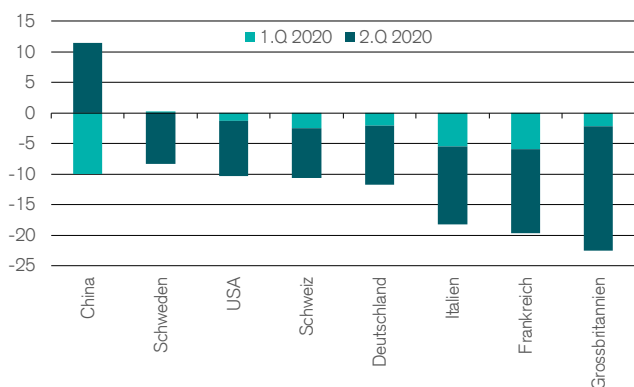
Im 2. Quartal 2020 ist das Bruttoinlandprodukt (BIP) der Schweiz in historisch beispiellosem Ausmass eingebrochen: Gegenüber dem 1. Quartal nahm das BIP um 8.2% ab, was dem stärksten Rückgang seit Beginn der Aufzeichnung der Quartalszahlen durch das Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) im Jahr 1980 entspricht. Der Einbruch war zudem mehr als viermal so stark wie während der Finanzkrise von 2008/2009. Bereits im 1. Quartal 2020 hatte das BIP um damals rekordhohe 2.5% abgenommen. Der daraus resultierende Schweizer BIP-Einbruch im 1. Halbjahr 2020 ist vergleichbar mit jenem in den USA und in Deutschland, während er in Italien, Frankreich und Grossbritannien deutlich markanter ausfiel (vgl. Abb. 1). In Schweden war die Entwicklung hingegen weniger negativ.

Abnahme der Mobilität als Hauptgrund für den Einbruch

Das 2. Quartal markiert alleine schon deshalb den Tiefpunkt der COVID-19-Krise, weil es die meisten Tage mit einschneidenden Massnahmen zur Eindämmung des Coronavirus umfasst. Es besteht generell eine hohe Korrelation zwischen der Strenge solcher Massnahmen (gemessen am Stringency Index der Universität Oxford) und der Entwicklung des BIP (vgl. Abb. 2). Die ergriffenen Lockdown-Massnahmen schränkten vor allem die Mobilität der Konsumenten und Arbeitskräfte massiv ein. In der Schweiz war gemäss unseren Berechnungen rund ein Drittel aller Güter und Dienstleistungen während des Lockdowns für die Konsumenten nicht oder nur stark erschwert erhältlich oder zugänglich. Die verfügbaren Eindämmungsmassnahmen waren jedoch wohl auch wirtschaftlich notwendig, weil sie das Verhalten der Bevölkerung im «richtigen» Ausmass veränderten. Eine detaillierte Analyse des Wirtschaftsnobelpreisträgers Michael Spence auf Basis umfassender globaler Daten kommt nämlich zum Schluss, dass nicht die Stringenz der Massnahme an sich, sondern die Abnahme der Mobilität ursächlich für den Rückgang der Wirtschaftsleistung ist¹.

Abb. 1: BIP-Einbruch im internationalen Vergleich

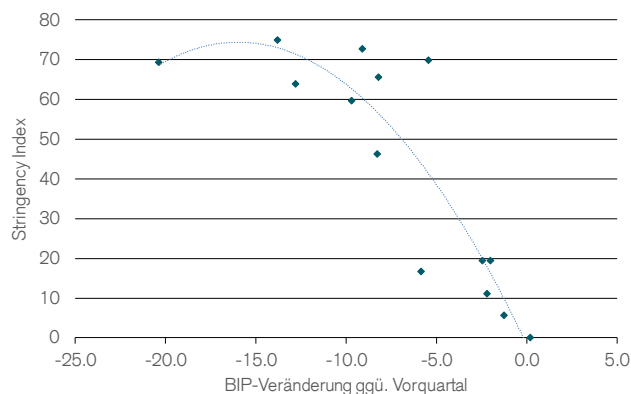
Reales BIP, Veränderungen ggü. Vorquartal in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Abb. 2: Einschränkungen gehen mit BIP-Einbruch einher

Stringency Index der Universität Oxford und BIP-Veränderung (1. Q und 2. Q 2020)



Quelle: Datastream, Credit Suisse

¹ «Five lessons from tracking the global pandemic economy», Michael Spence und Long Chen auf www.vox.org

Die Mobilität kann indessen bei «zu schwachen» Massnahmen sogar stärker als vorgesehen abnehmen, nämlich dann, wenn hohe Ansteckungs- und Todesfallzahlen die Konsumenten verunsichern. Gemäss Spence ist es zudem sowohl aus epidemiologischer als auch wirtschaftlicher Sicht entscheidend, dass Massnahmen entschlossen ergriffen und vor allem rasch umgesetzt werden.

Die Schweiz kam vergleichsweise glimpflich davon

Die Abnahme der Mobilität hierzulande war gemäss Messungen von Apple vergleichbar mit derjenigen in Deutschland, aber wiederum deutlich geringer als in Italien, Spanien oder Frankreich. Nur in Schweden bewegte sich die Bevölkerung stärker. Die massvolle Ausgestaltung des Lockdowns in der Schweiz – Baustellen oder Industriebetriebe wurden beispielsweise nicht flächendeckend geschlossen – und dessen spürbare Wirkung bei der Eindämmung des Virus sind denn auch zwei wichtige Faktoren, die den geringeren BIP-Einbruch in der Schweiz erklären. Ebenfalls positiv wirkte sich aus, dass die Massnahmen zur Abfederung der negativen Folgen des Lockdowns rasch und effizient umgesetzt wurden: Die Kurzarbeitsentschädigungen und die COVID-19-Kredite konnten ihre Wirkung bereits unmittelbar nach Ankündigung entfalten. Zudem verfügt die Schweiz über einen vergleichsweise vorteilhaften Branchenmix mit einem hohen Wertschöpfungsanteil des Pharmasektors, der Chemie und weiterer Branchen (wie etwa Rohstoffhandel sowie Banken und Versicherungen), die nicht direkt von Einschränkungen betroffen waren.

Wirtschaft erholt sich wieder, ...

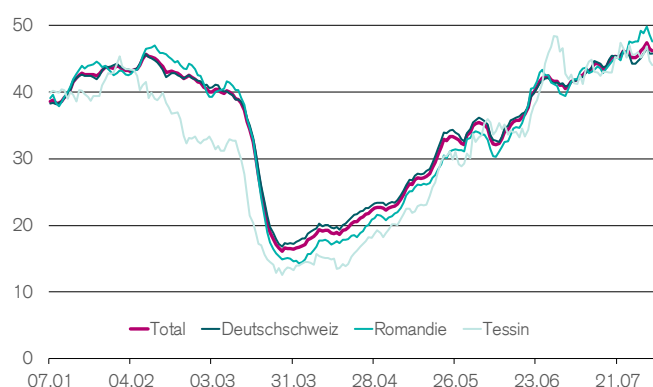
Mit der Aufhebung der meisten COVID-19-Massnahmen und einer als gering wahrgenommenen Ansteckungsgefahr hat sich die Mobilität hierzulande normalisiert: Gemessen an den Handybewegungen liegt das Mobilitätsniveau sogar höher als vor der Pandemie – wobei ein Teil der Zunahme wohl auch dem Sommerwetter zuzuschreiben ist (vgl. Abb. 3). Entsprechend erholt sich die Wirtschaft unmittelbar: Der Schweizer Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Dienstleistungssektor sowie dessen Pendant für die Industrie sind wieder über die Wachstumsschwelle geklettert und deuten auf eine bislang V-förmige Erholung hin (vgl. Abb. 4). Auch die Detailhandelsumsätze lagen im Juli bereits wieder um fast 10% über dem Vorkrisenniveau, wobei das Plus in den Bereichen «Haus», «Freizeit» und «Garten» am grössten war (während umgekehrt «Bekleidung und Schuhe» noch deutlich im Minus lagen). Zeitnahe Daten der SIX Group zu den Bezahlungen mit Bankkarten weisen darauf hin, dass die Konsumdynamik auch im August hoch war.

... unter anderem dank Nachholkäufen

Der aktuelle Erholungsschub des Konsums wird auch durch die hohen Ersparnisse von rund CHF 8.0 Mrd. getragen, die ein Grossteil der Haushalte während des Lockdowns angehäuft hat. Gemäss unseren Schätzungen dürften rund zwei Drittel der Ersparnisse aus dieser Zeit mit beschränktem Angebot in den Folgemonaten wieder ausgegeben werden (also rund CHF 5.5 Mrd.). Zudem erfolgten insbesondere in den Zeiten der geschlossenen Grenzen weniger Einkäufe im Ausland, was sich auf eine geschätzte Zusatznachfrage von CHF 2 Mrd. summiert². Sinkende Preise sowie der Wunsch, Verpasstes nachzuholen, verschaffen zusätzliche Konsumanreize.

Abb. 3: Schweizer bewegen sich mehr als vor der Krise

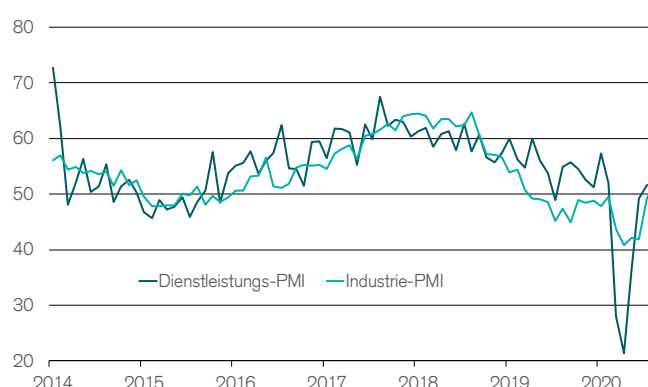
Mobilität: Mittelwert täglich zurückgelegter Distanz, 7-Tage-Durchschnitt



Quelle: intervista AG, Credit Suisse

Abb. 4: Einkaufsmanagerindizes (PMI) signalisieren Wachstum

PMI > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

² Swiss Economics Alert: Einkaufstourismus belief sich 2019 auf ungefähr CHF 8 Mrd.

Erholung dürfte an Schwung verlieren

Die Nachholeffekte schwächen sich indessen zusehends ab, sodass die Konsumerholung in den kommenden Monaten ebenfalls an Schwung verlieren dürfte. Die wichtigste Determinante des privaten Konsums ist in der Regel die Arbeitsmarktlage. Die Zuwanderung beispielsweise, die im Durchschnitt mehr als ein Viertel zum Konsumwachstum beisteuert, ist dank des Personenfreizügigkeitsabkommens eng mit der Nachfrage nach Arbeitskräften verbunden (und wird es wohl auch bleiben). Des Weiteren beeinflusst die Einschätzung der Arbeitsplatzsicherheit die Konsumentenstimmung stark, und zwischen Beschäftigungs- und Lohnentwicklung besteht zumindest theoretisch ebenfalls ein enger Zusammenhang.

Steigende Arbeitslosenquote belastet Stimmung

Die Arbeitsmarktlage dürfte indes bis weit in das kommende Jahr hinein angespannt bleiben. Trotz Kurzarbeit wird die Arbeitslosenquote in den kommenden Monaten wohl steigen. Konkret rechnen wir mit einem Anstieg von heute 3.4% auf rund 4.0% bis Mitte 2021 (Durchschnitt 2020: 3.2%; 2021: 3.9%). Ein solcher Anstieg wird das Konsumwachstum erfahrungsgemäss bremsen, wenn auch nicht abwürgen. Der Migrationssaldo dürfte sich derweil weiter verringern, wie im Fokus-Artikel auf Seite 12 detailliert ausgeführt wird. Dies sollte dem Konsumwachstum im kommenden Jahr ebenfalls Grenzen setzen.

Gewinneinbruch lässt magere Lohnrunde erwarten

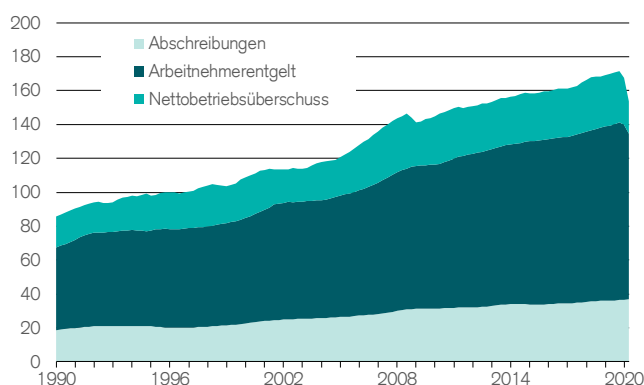
Bislang haben die Unternehmen den Grossteil des BIP-Einbruchs auf ihre eigenen Bücher genommen. Aus Abbildung 5 ist beispielsweise ersichtlich, dass der Anteil der Unternehmensgewinne am BIP deutlich stärker gefallen ist (gemessen an den Nettobetriebsüberschüssen resultiert ein Einbruch um 37% ggü. dem 4. Quartal 2019) als derjenige der Entlohnung der Arbeitnehmer (gemessen am Arbeitnehmerentgelt resultiert ein Rückgang um 7%). Zudem ist der Rückgang des Arbeitnehmerentgelts durch Transfers wie die Kurzarbeitsentschädigung zumindest teilweise kompensiert worden. Es ist zu erwarten, dass die Unternehmen in den kommenden Monaten in erster Linie bestrebt sein werden, ihre Gewinnsituation wieder zu verbessern. Folglich sind für das kommende Jahr eine beträchtliche Zurückhaltung bei den Neueinstellungen, ein bereits erwähnter Anstieg der Arbeitslosigkeit sowie nur marginale Lohnsteigerungen zu erwarten. Wir gehen für 2021 entsprechend von einer Quasi-Nullrunde bei den Nominallöhnen aus (+0.1%). Weil gleichzeitig das Preisniveau nicht weiter sinken sollte (Inflation 2021: +0.3%; nach -0.7% im Jahr 2020), wird die Kaufkraft der Löhne im nächsten Jahr sogar leicht abnehmen. Das Konsumwachstum dämpfen dürfte darüber hinaus der Umstand, dass das Coronavirus die Wirtschaft noch länger beschäftigen wird. Zwar gehen wir nicht von einem erneuten flächendeckenden Lockdown aus, zumal die Medizin Fortschritte machen dürfte; regional muss aber mit zeitweilig wieder stärkeren Einschränkungen gerechnet werden.

Investitionsklima bleibt verhalten

Auch das Investitionsklima dürfte angesichts der schwierigen Gewinnsituation der Unternehmen noch eine Weile verhalten bleiben. Die Nachfrage nach Investitionen in Ausrüstungen und Maschinen sollte aber dank der Erholung der Industriekonjunktur zumindest wieder etwas anziehen. Diesen Schluss legt jedenfalls die historisch zu beobachtende Korrelation des Investitionsvolumens mit dem Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie nahe (vgl. Abb. 6). Bis dato haben Investitionen der Pharma- und Chemieindustrie sowie Investitionen in die IT-Infrastruktur den anderswo beobachteten Einbruch des Investitionsvolumens gedämpft.

Abb. 5: Nettobetriebsüberschuss bricht ein

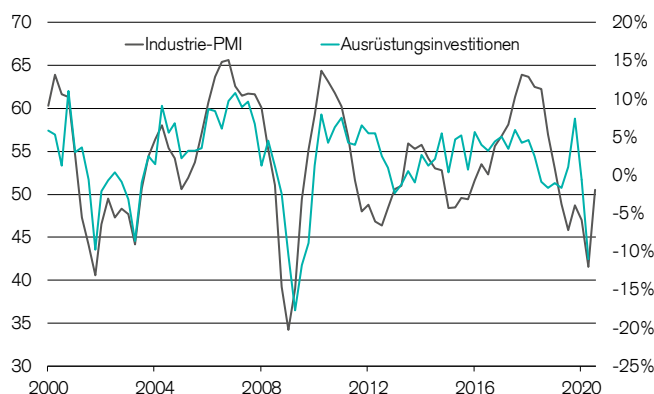
Verteilungsseite des BIP, in CHF Mrd. pro Quartal



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse

Abb. 6: Erholung des Industrie-PMI macht Hoffnung auf Erholung der Investitionen

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



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

Rückläufige Bauinvestitionen

Die Bauinvestitionen waren im 1. Halbjahr 2020 trotz tiefer Zinsen und zumeist offener Baustellen ebenfalls rückläufig. Hier wirkte die allgemeine Verunsicherung dämpfend, und das Erholungspotenzial dürfte aufgrund steigender Leerstände im Mietwohnungssegment bis auf Weiteres beschränkt bleiben.

Talsole im Export durchschritten

Der Einbruch der Warenexporte ist bislang ebenfalls durch das hohe Gewicht des Pharma- und Chemiesektors (50% der Exporte) und dessen geringe kurzfristige Konjunktursensitivität gedämpft worden. Vieles spricht dafür, dass dieser Sektor auch in Zukunft eine verlässliche Stütze der Aussenhandelsentwicklung bleiben wird. Derweil haben die zyklischen Branchen, wie etwa die Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM-Industrie) oder die Uhrenindustrie, die Talsole durchschritten. Wir gehen davon aus, dass ihre Erholung andauern sollte. Last, but not least ist auch die Exportentwicklung stark durch die Stringenz der Coronamassnahmen in den Abnehmerländern (beziehungsweise durch den Einbruch der Mobilität) geprägt worden (vgl. Abb. 7). Die Lockerungen im Ausland wirken sich somit mit etwas Verzögerung auch positiv auf die Nachfrage nach Schweizer Produkten aus. Der Weg zur Normalität ist aber im internationalen Handel besonders lang, bleiben doch die Transportkapazitäten und die interkontinentale Mobilität wohl noch länger eingeschränkt.

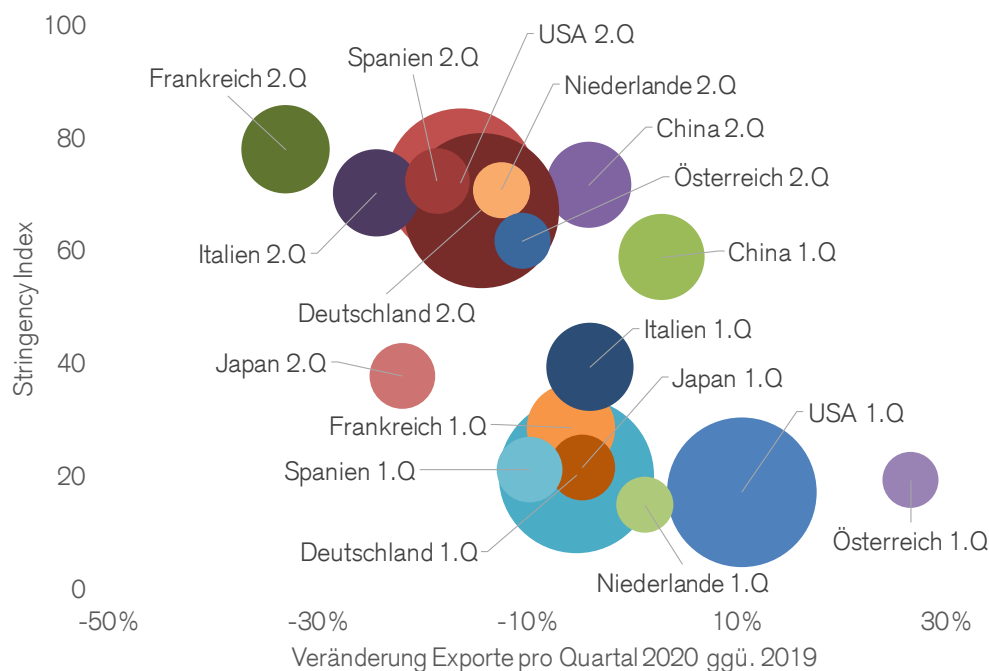
BIP-Erholung gleicht «schiefem V»

Die Erholung vom historischen Absturz im 1. Halbjahr verläuft derzeit insbesondere in den auf den hiesigen Konsum ausgerichteten Binnenbranchen äusserst rasch. Die weitere Konjunkturerholung wird aber wohl eher schleppend verlaufen. Entsprechend dürfte die Entwicklung des BIP in den Jahren 2020 und 2021 einem schiefen V ähneln. Wir bleiben folglich bei unserer im Vergleich zu anderen Instituten optimistischen Einschätzung für dieses Jahr, wonach das BIP um im internationalen Vergleich geringe 4.0% einbrechen wird. Zudem gehen wir nach wie vor 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 (Prognose 2021: +3.5%).

claude.maurer@credit-suisse.com

Abb. 7: Exporte wurden durch Schärfe der COVID-19-Massnahmen im Abnehmerland geprägt

Grösse der Kreise: Anteil an Gesamtexporten aus der Schweiz 2019



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Datastream, Credit Suisse

Inflation

Wie in anderen Industrieländern ist auch in der Schweiz die Kerninflationsrate (d.h. die Konsumentenpreis-inflation ohne Preise für Erdölprodukte und Nahrungsmittel) infolge der COVID-19-Pandemie zuerst gefallen – dies unter anderem, weil die Detailhändler nach der Wiedereröffnung zuerst ihre Lager abbauen mussten. Seit Juli normalisiert sich die Preisdynamik aber wieder. Die Inflation dürfte jedoch generell noch länger tief bleiben, ist doch die Unterauslastung der Wirtschaft zu gross für markante Preissteigerungen. Wir erwarten für die Schweiz weiterhin eine durchschnittliche Inflationsrate von -0.7% im Jahr 2020 und von 0.3% im Jahr 2021.

maxime.bottteron@credit-suisse.com

Arbeitsmarkt

Mitte 2020 gab es in der Schweiz 31'000 Stellen weniger als ein Jahr zuvor (-0.6%), wobei es sich bei knapp 70% davon um Teilzeitstellen handelte. In Vollzeitäquivalenten (VZÄ) ging die Beschäftigung um 0.2% zurück. Vom Stellenabbau am stärksten betroffen waren das Gastgewerbe und die Temporärbranche. Auch in der Industrie ging die Beschäftigung zurück, während das Gesundheits- und Sozialwesen sowie das Unterrichtswesen mehr Beschäftigte zählten als vor Jahresfrist. Die Aussichten bleiben trüb, denn die Anzahl offener Stellen ist markant gesunken (2. Quartal 2020: -27% ggü. Vorjahr). Insgesamt rechnen wir mit einem Beschäftigungsrückgang (in VZÄ) von 0.5% im Jahresdurchschnitt 2020.

emilie.gachet@credit-suisse.com

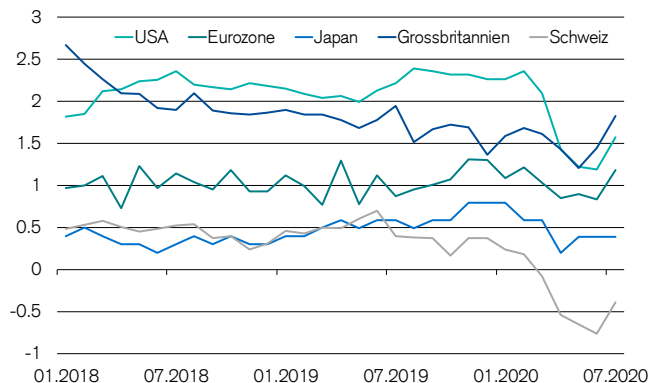
Zuwanderung

Wir prognostizieren für 2020 einen Wanderungssaldo der ständigen Wohnbevölkerung von rund 50'000 Personen. Der Rückgang dürfte unter anderem deshalb nicht stärker ausfallen, weil wegen der COVID-19-Krise voraussichtlich weniger Personen als üblich das Land verlassen werden. Insgesamt gingen die Wegzüge ausländischer Staatsangehöriger im 2. Quartal 2020 gegenüber der Vorjahresperiode um 20% zurück, und auch die Auswanderungen von Schweizer Bürgern dürften tiefer ausgefallen sein. Stellensuche im Ausland und Wohnungswechsel wurden durch die Pandemie stark erschwert. Derweil sorgten Kurzarbeit und Sozialversicherungsleistungen für ein eher sicheres Umfeld in der Schweiz.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Kerninflationsraten sind jüngst gestiegen

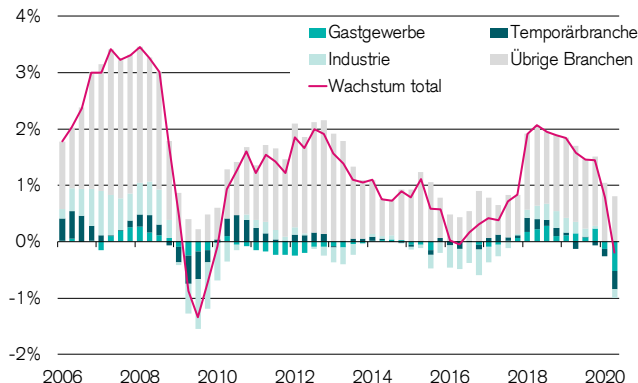
Kerninflationsrate, in % (Vorjahresvergleich)



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Beschäftigung geht zurück, vor allem im Gastgewerbe

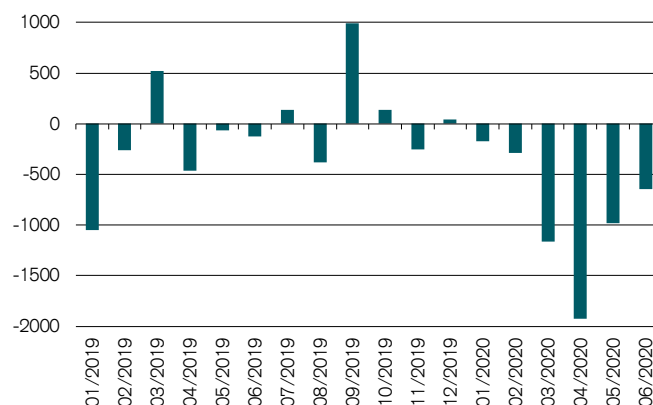
Beschäftigung (Vollzeitäquivalente): Veränderung ggü. Vorjahr in %; Wachstumsbeiträge



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 2. Q 2020

Deutlich weniger Abwanderung aus der Schweiz im 1. Halbjahr 2020

Auswanderung der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung, Abweichung zum Vorjahresquartal, Anzahl Personen



Quelle: Staatssekretariat für Migration (SEM), Credit Suisse

Pharmazeutische Industrie

Nach einem ausserordentlich starken 1. Quartal, das vor allem auf Hamsterkäufe zurückzuführen war, haben sich die Pharmaexporte im 2. Quartal nicht mehr ganz so dynamisch entwickelt. Die Abnehmer konnten wahrscheinlich auf ihre angehäuften Vorräte zurückgreifen. Die Pharmaausfuhren hielten sich dennoch stabil auf hohem Niveau – eine Entwicklung, die sich unseres Erachtens über die nächsten drei bis sechs Monate fortsetzen wird. Der Pharmaanteil an den Gesamtexporten belief sich im 2. Quartal zeitweise auf fast 50%. Trotz einer Erholung in den anderen Industrien dürfte dieser Wert vorerst nicht ganz auf sein Niveau von Ende 2019 (rund 40%) zurückgehen.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM)

Die Exporte der Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM) nach Europa unterboten im April sogar die Werte der Finanzkrise. Im Mai und Juni verbesserte sich die Situation dann wieder leicht, was auf Lockerungsmassnahmen in unseren Nachbarländern zurückzuführen war. Während sich die MEM-Ausfuhren nach China auf dem Niveau von Ende 2019 eingependelt haben, ist die weitere Entwicklung in den USA ungewiss. Im Juni haben die MEM-Exporte dorthin zwar wieder leicht zugenommen, steigende COVID-19-Ansteckungen und die teilweise Verschärfung der Eindämmungsmassnahmen stimmen aber eher pessimistisch.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

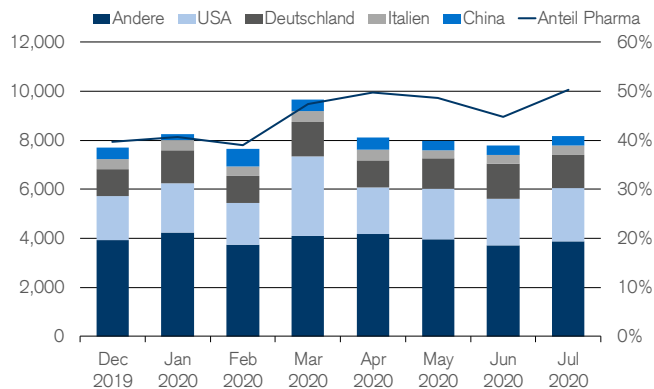
Uhrenindustrie

Die Uhrenexporte brachen im April regelrecht ein und sanken von fast CHF 1.5 Mrd. im März auf noch CHF 427 Mio. Im Mai und Juni fand zwar eine Erholung statt, die Ausfuhren haben aber ihr Vor-Corona-Niveau noch lange nicht erreicht. Unter den wichtigsten Absatzmärkten konnte China den grössten Aufschwung verbuchen. In Hongkong ist die Situation aufgrund politischer Unsicherheiten weiterhin schwierig, und in den USA wird das Ausmass des zu erwartenden fiskalischen Hilfspakets zur Unterstützung der Haushalte eine entscheidende Rolle für die Schweizer Uhrenexporte spielen.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Pharmaanteil an Gesamtexporten zeitweise bei 50%

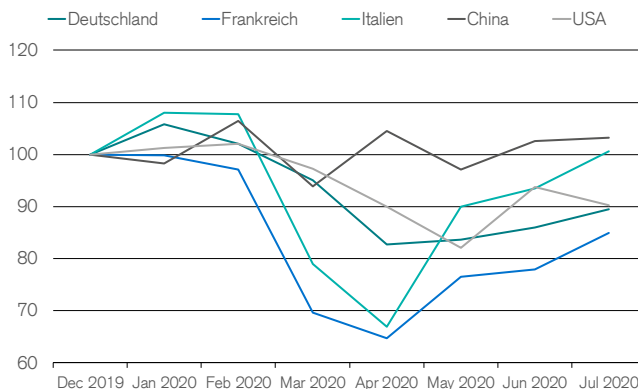
Pharmasektor: Exporte in CHF Mio. nach Ländern, saisonbereinigt (linke Skala), und Anteil an Gesamtexporten



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Lockerungen in Europa spiegeln sich in MEM-Exporten

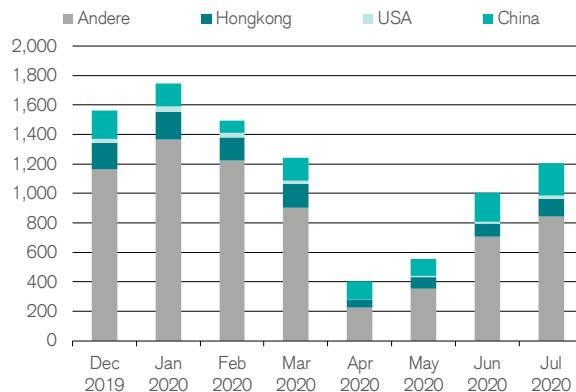
Entwicklung MEM-Exporte nach Land, indiziert (Dez. 2019 = 100) und saisonbereinigt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Tiefpunkt im April scheint vorerst überwunden

Uhrenexporte in CHF Mio. nach Ländern/Regionen, saisonbereinigt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Detailhandel

Die nominalen Umsätze des Food- und des Non-Food-Segments haben sich im Verlauf der Coronakrise in entgegengesetzte Richtungen bewegt. Ab Mai wurden die Non-Food-Umsätze vor allem dank einer starken Nachfrage in den Bereichen Do It Yourself (DIY)/Garten/Autozubehör und Freizeit gestützt. Eher trist sieht die Situation für den Bekleidungs- und Schuh-Detailhandel aus. Daran dürfte sich in absehbarer Zukunft nichts ändern. Im Food-Bereich wird der wieder einsetzende Einkaufstourismus weiteren sprunghaften Zunahmen der Umsätze im Weg stehen.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Tourismus

Auch im Tourismussektor stellt COVID-19 nicht alle Akteure vor gleich grosse Schwierigkeiten. Bisher war der Rückgang der Logiernächte in Zentren und suburbanen Gemeinden stärker als in touristischen Gemeinden. Dies ist vor allem auf den höheren Anteil an Schweizer Gästen in touristischen Gemeinden (2019: 52%) im Vergleich zu städtischen Gebieten (2019: 36%) zurückzuführen. Die Coronakrise fördert den Inlandtourismus. Wir gehen davon aus, dass dies den Rückgang der Übernachtungen in touristischen Gemeinden während der Sommermonate abfedern wird. Mit Blick auf die ausländischen Gäste wird eine Erholung hingegen vorerst nicht stattfinden.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

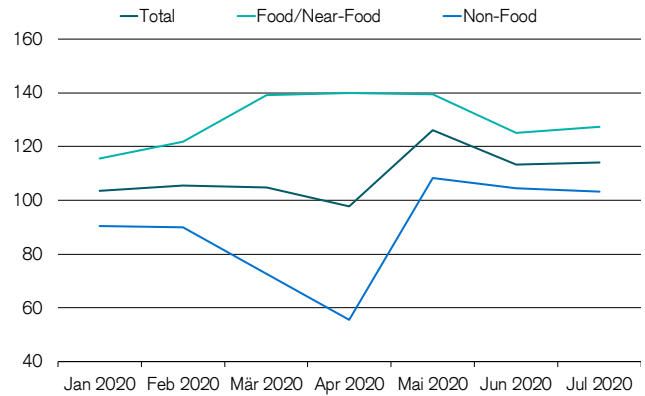
Informationstechnologie (IT)

In der IT-Branche hat sich die Geschäftslage nach einem sehr ernüchternden Start in das 2. Quartal wieder etwas verbessert. Der Saldo zwischen Unternehmen, die ihre Geschäftslage als positiv beurteilen, und denjenigen, die sie als negativ beurteilen, liegt aktuell wieder bei 24% (vorheriges Quartal: 7%). Diese Werte stehen mit den wieder robusteren Einkaufsmanagerindizes in der Industrie und im Dienstleistungssektor in Einklang, die zu den wichtigsten Abnehmern des IT-Sektors zählen. Unter den gegebenen Umständen dürfte sich die Stimmung mit etwas weniger Dynamik weiter aufhellen.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Food: Einkaufstourismus macht sich wieder bemerkbar

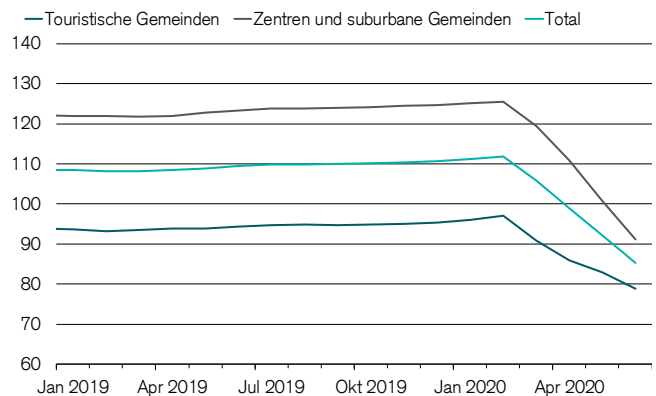
Nominale Detailhandelsumsätze, indiziert (Jan. 2012 = 100) und saisonbereinigt



Quelle: GfK, Credit Suisse

Inlandtourismus stützt touristische Gemeinden

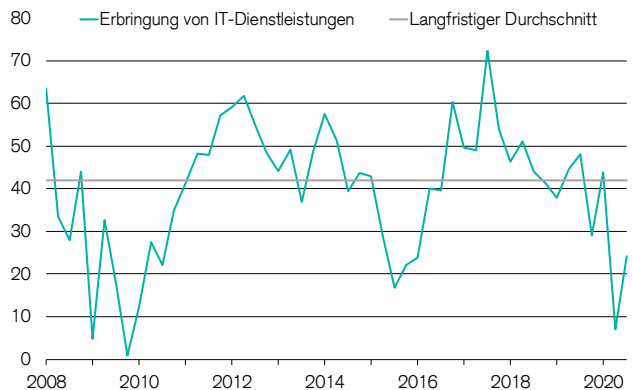
Logiernächte nach Gemeindetyp, indiziert (Jan. 2010 = 100), gleitender 12-Monats-Durchschnitt



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

IT-Branche nähert sich Tief der Finanzkrise

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



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

COVID-19 bremst Zuwanderung über den Lockdown hinaus

Dank hohen Zuwanderungszahlen im 1. Quartal und einem Rückgang der Auswanderungen wird die Nettozuwanderung 2020 trotz Coronakrise voraussichtlich nur leicht sinken. Der Wanderungssaldo dürfte sich indessen 2021 trotz einer erwarteten Wirtschaftserholung weiter abschwächen.

Einreisebeschränkungen als Teil der Coronamassnahmen

COVID-19 hat auch in der Schweiz zu weitreichenden Einschränkungen des öffentlichen Lebens geführt. Am 16. März 2020 erklärte der Bundesrat die ausserordentliche Lage gemäss Epidemiegesetz. In der Folge wurden nicht nur Schulen, Geschäfte und Restaurants vorübergehend geschlossen, auch die Einreise wurde stark beschränkt. Vom 25. März bis zum 8. Juni 2020 waren die Grenzen teilweise geschlossen. Unsere Nachbarländer verhinderten ihrerseits ebenfalls fast durchwegs die Einreise.

Hohe Zuwanderung zu Jahresbeginn

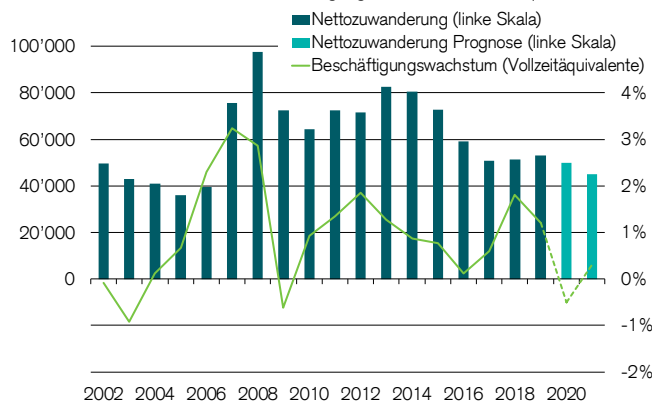
Die Coronakrise akzentuierte sich in einer Phase, in welcher der Wanderungssaldo nach zwei Jahren der Stagnation (vgl. Abb. 1) wieder zu steigen begonnen hatte. Im 1. Quartal 2020 lag die Nettozuwanderung der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung um 30% über dem Vorjahresquartal. Die wichtigsten Gründe für diesen Anstieg dürften das solide Beschäftigungswachstum der beiden Vorjahre und die Aufhebung der Ventilklausel gegenüber Rumänien und Bulgarien gewesen sein.

Halbierung der Nettozuwanderung im 2. Quartal 2020

Im April und Mai 2020 schlugen sich die Einreisebeschränkungen dann jedoch deutlich in den Zuwanderungszahlen nieder (vgl. Abb. 2). Insgesamt ging der Wanderungssaldo (ohne Registerkorrekturen) im 2. Quartal 2020 gegenüber demselben Quartal des Vorjahres um 25% zurück. Werden die Übertritte zwischen nichtständiger und ständiger Wohnbevölkerung (sogenannte Statuswechsel) ausgeschlossen und nur die effektiven Wanderungsbewegungen mit dem Ausland betrachtet, betrug der Rückgang gar 50% (Saldo effektive Einwanderung). Dies, obwohl bereits im Juni eine Gegenbewegung einsetzte und der Wanderungssaldo wieder zulegte. Dabei dürfte es sich jedoch um einen Nachholeffekt infolge bereits vor der Pandemie geplanter Einreisen und nicht um eine Trendwende handeln.

Abb. 1: Sinkender Trend bei der Zuwanderung

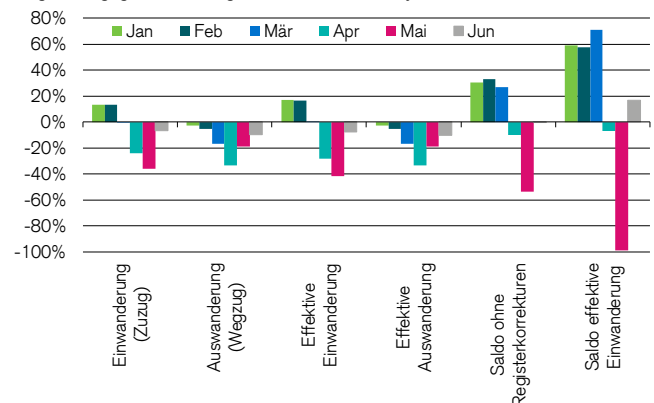
Nettozuwanderung: ständige Wohnbevölkerung, inklusive CH-Bürger, ohne Registerkorrekturen (linke Skala) und Beschäftigungswachstum (Vollzeitäquivalente)



Quelle: Staatssekretariat für Migration (SEM), Bundesamt für Statistik, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 06.2020

Abb. 2: COVID-19 belastet Wanderungssaldo im 2. Quartal 2020

Wanderungsbewegungen der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung; Veränderung 2020 gegenüber dem gleichen Monat des Vorjahres



Quelle: Staatssekretariat für Migration (SEM), Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 06.2020

Auswanderung ebenfalls rückläufig

Der Rückgang des Wanderungssaldos im 2. Quartal kann jedoch nicht nur einer sinkenden Zahl von Zuzüglern zugeschrieben werden. Vielmehr verliessen auch weniger Personen als üblich das Land. Die Stellensuche im Ausland, aber auch die Wohnungssuche und der Wohnungswechsel wurden durch die Pandemie stark erschwert. Wenn der Stellenverlust in der Schweiz drohte, versprachen Kurzarbeit und die Sozialversicherungen immer noch ein gewisses Mass an Sicherheit und Stabilität. Insgesamt kehrten im 2. Quartal 2020 20% weniger ausländische Staatsangehörige der Schweiz den Rücken als in der Vorjahresperiode.

Geschlossene Grenzen mit Ausnahmen

Dass im April und Mai 2020 überhaupt noch eine Zuwanderung erfolgte, lag an den Ausnahmeregeln: Insbesondere waren Arbeitskräfte aus der Europäischen Union (EU), deren Tätigkeiten der Versorgung mit essenziellen Gütern und Dienstleistungen dienen (z.B. Pflege, Lebensmittel, IT-Infrastruktur), weiterhin einreisefähig. Dies zeigt sich in der Struktur der Zuzüglern: Im 2. Quartal stieg der Anteil der erwerbstätigen Zuwanderer in Branchen wie IT, Gesundheitswesen und Landwirtschaft. Demgegenüber war der Anteil der Zuzüglern in vom Lockdown direkt betroffenen Branchen wie dem Gastgewerbe und dem Unterrichtswesen rückläufig (vgl. Abb. 3).

Einreisebeschränkungen erst teilweise aufgehoben

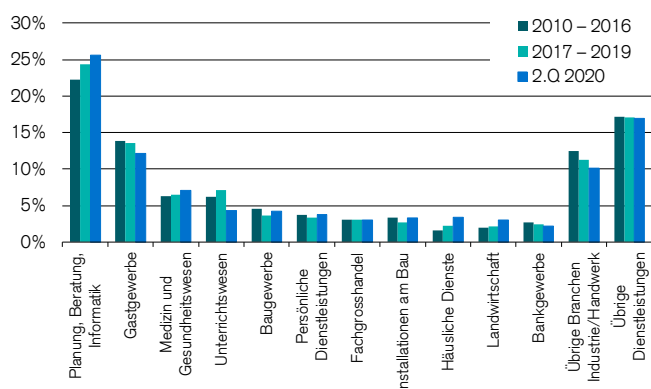
Nicht nur der Zuzug zu Erwerbszwecken, sondern auch der Familiennachzug war zeitweise nur eingeschränkt möglich. Für einen Teil der Drittstaaten gelten ausserdem weiterhin Einreisebeschränkungen. Davon betroffen sind jedoch primär Kurzaufenthalte von weniger als 90 Tagen – sei dies für Ferien, kurzfristige Ausbildungen, medizinische Behandlungen oder nicht dringende geschäftliche Besprechungen. Im Gegensatz dazu wurden die erlassenen Einschränkungen bei der Zulassung von Arbeitskräften aus Drittstaaten am 6. Juli wieder aufgehoben. Abhängig vom weiteren Pandemieverlauf können erneute Verschärfungen jedoch nicht ausgeschlossen werden.

Rezession dürfte Zuwanderung weiter drosseln

Im Zuge der schrittweisen Aufhebung der Einreisebeschränkungen wird die Konjunktur wieder zum entscheidenden Treiber der Zuwanderung. Trotz klarer Erholungszeichen ist damit zu rechnen, dass die Pandemie das Wachstum weltweit und in Europa auf mittlere Frist dämpfen wird. Für die Schweiz rechnen wir 2020 insgesamt mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 4.0% (vgl. Abb. 4). Dank des bisher vergleichsweise glimpflichen Pandemieverlaufs sowie der staatlichen Unterstützungsmassnahmen in Form von Kurzarbeit und Krediten an betroffene Unternehmen sollte die Rezession weniger heftig ausfallen als in der Eurozone, wo die Wirtschaft im laufenden Jahr um bis zu 8.0% schrumpfen dürfte. Die schweizerische Nachfrage nach ausländischen Arbeitskräften dürfte jedoch vorerst gering ausfallen, rechnen wir doch für 2020 mit einem Beschäftigungsrückgang um 0.5% (vgl. Abb. 1). Auch 2021 wird sich die Beschäftigung voraussichtlich nur geringfügig erholen (+0.3%), und die Arbeitslosigkeit sollte weiter auf 3.9% und damit auf den höchsten Stand der vergangenen 15 Jahre steigen. Die langsame Erholung des Arbeitsmarktes dürfte folglich einen raschen Wiederanstieg der Zuwanderung verhindern.

Abb. 3: Zuwanderung während Coronakrise auf Branchen der Grundversorgung konzentriert

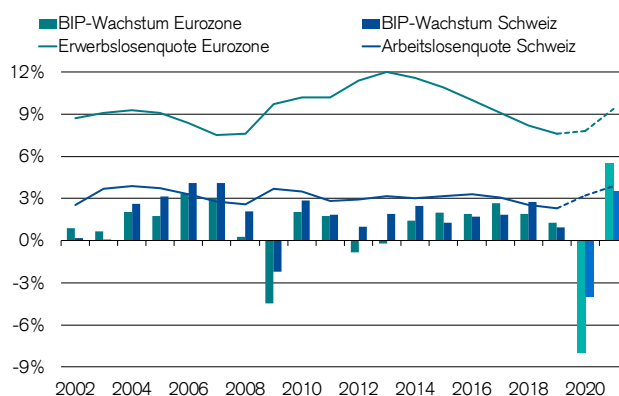
Zuwanderung von Erwerbstätigen (ständige ausländische Wohnbevölkerung): Verteilung auf Branchen



Quelle: Staatssekretariat für Migration (SEM), Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 06.2020

Abb. 4: Konjunkturreinbruch dürfte in der Schweiz geringer ausfallen als in Gesamteuropa

Konjunktur und Arbeitsmarkt in der Schweiz und der Eurozone; 2020/2021: Prognosen



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 2019

**Prognose 2020:
Positiver
Wanderungssaldo
von 50,000**

Insgesamt rechnen wir für das Jahr 2020 mit einem Wanderungssaldo der ständigen Wohnbevölkerung von rund 50'000 (Vorjahr: 53'000, vgl. Abb. 1). Dass der Rückgang trotz Coronakrise nicht stärker ausfallen dürfte, hat drei Gründe: Erstens war die Zuwanderung, wie vorstehend beschrieben, im 1. Quartal noch äusserst dynamisch. Zweitens hat die Pandemie nicht nur zu einem Rückgang der Zuwanderung geführt, sondern auch die Wegzüge markant reduziert. Auch die Auswanderungen von Schweizer Bürgern dürften deutlich zurückgegangen sein. Drittens schlägt sich ein Teil des effektiven Rückgangs der Zuwanderung erst verzögert in den Zuwanderungszahlen der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung nieder.

**Einbruch
bei den
Kurzaufenthalten ...**

Nicht Teil der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung gemäss Definition des Staatssekretariats für Migration – und somit in der Prognose eines Wanderungssaldos von 50'000 für das Jahr 2020 nicht berücksichtigt – sind die nichtständige Wohnbevölkerung sowie Personen im Asylprozess. In der nichtständigen Wohnbevölkerung werden diejenigen Personen zusammengefasst, die weniger als ein Jahr in der Schweiz wohnhaft und im Besitz einer Kurzaufenthaltsbewilligung sind. Bei diesen Kurzaufenthaltern ist der durch COVID-19 bedingte Rückgang noch stärker ausgefallen als bei der ständigen Wohnbevölkerung. Insgesamt betrug ihr Wanderungssaldo in den vergangenen zwölf Monaten -11'400 (vgl. Abb. 5). Ein Teil dieser Zuwanderer (der Erfahrungswert liegt bei rund einem Viertel) bleibt jedoch längerfristig in der Schweiz und erhält nach einiger Zeit eine entsprechende Aufenthaltsbewilligung. Diese Zuzüger vollziehen somit einen Statuswechsel von der nichtständigen in die ständige Wohnbevölkerung. Der jüngste Rückgang der zugewanderten Kurzaufenthalter wird sich folglich mit einigen Quartalen Verzögerung in den Zahlen zur ständigen Wohnbevölkerung niederschlagen.

**... und bei
den Asylgesuchen**

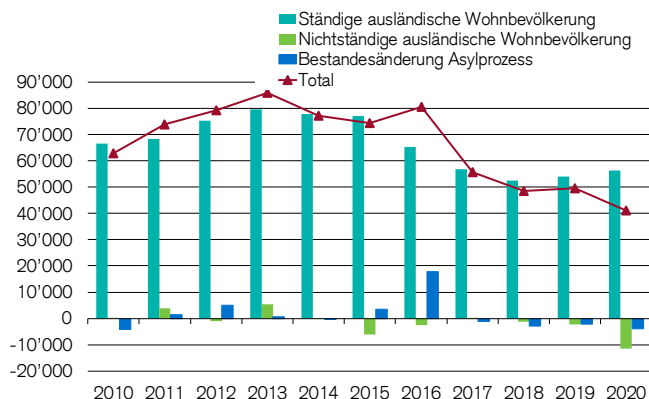
Ausserdem werden in der Ausländerstatistik ausschliesslich anerkannte Flüchtlinge erfasst, nicht aber Personen im Asylprozess und vorläufig Aufgenommene. Die Asylgesuche, die seit der europäischen Flüchtlingskrise von 2015/2016 bereits rückläufig waren, haben mit der COVID-19-Pandemie einen neuen Tiefstand erreicht. Das Minus gegenüber der Vorjahresperiode betrug 60% im 2. Quartal 2020. Entsprechend sinkt die Zahl derjenigen Personen, die sich im Asylprozess befinden (vgl. Abb. 5). Dieser Rückgang dürfte sich mit einigen Quartalen Verzögerung ebenfalls negativ auf die Zuwanderungszahlen gemäss Ausländerstatistik niederschlagen.

**Prognose 2021:
Positiver
Wanderungssaldo von
45'000**

Die unmittelbaren Auswirkungen der COVID-19-Pandemie werden sich somit teilweise erst mit einiger Verzögerung in den «offiziellen» Zuwanderungszahlen bemerkbar machen. Trotzdem dürften die wirtschaftlichen Folgen bereits heute spürbar sein, etwa in Form einer tieferen Nachfrage auf dem Immobilienmarkt. Hinzu kommt, dass sich der Arbeitsmarkt selbst bei einem günstigen weiteren Pandemieverlauf nur sehr zögerlich von der Krise erholen dürfte. Entsprechend erwarten wir für 2021 einen weiteren Rückgang der Nettozuwanderung auf ein Niveau von rund 45'000 Personen. Damit würde der Wanderungssaldo erstmals seit Einführung der vollen Personenfreizügigkeit im Jahr 2007 auf unter 50'000 sinken.

Abb. 5: Effektiver Zuwanderungsrückgang stärker, als dies die ständige Wohnbevölkerung impliziert

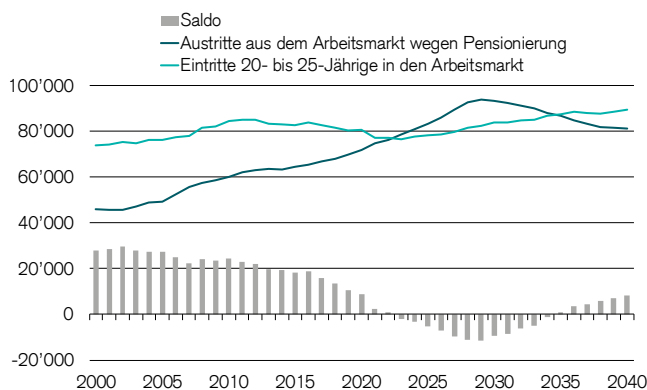
Gesamtbild der Nettozuwanderung im Ausländer- und Asylbereich, 12-Monats-Summen jeweils per Monat Juni



Quelle: Staatssekretariat für Migration (SEM), Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 06.2020

Abb. 6: Generation der Babyboomer hinterlässt Lücke im Arbeitsmarkt

Demografisch bedingte Ein- und Austritte auf dem Schweizer Arbeitsmarkt



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 2019

**Erst eine Erholung
des Arbeitsmarktes
wird Trendwende
bringen**

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Zuwanderung auch nach der Einführung der Personenfreizügigkeit stark vom Konjunkturverlauf und der Arbeitsnachfrage der hiesigen Unternehmen abhängig ist. Dies zeigt sich auch darin, dass sich die Struktur der erwerbstätigen Zuzüger immer stärker weg vom zweiten Sektor hin zu wachstumsstarken Dienstleistungsbranchen wie Beratung, IT sowie Unterrichts- und Gesundheitswesen verlagert (vgl. Abb. 3). Die Entwicklung der Zuwanderung über das Jahr 2021 hinaus hängt vom weiteren Verlauf der Pandemie und der wirtschaftlichen Erholung ab. Im Falle einer sehr zögerlichen Entwicklung mit fortgesetztem Anstieg der Arbeitslosigkeit kann auch ein deutlicheres Absinken der Zuwanderung nicht ausgeschlossen werden. Solange sich die Arbeitsmärkte in Europa nicht erholen, dürften jedoch auch die Rückwanderungen von ausländischen Arbeitskräften in ihre Herkunftsländer auf tiefem Niveau verharren und folglich den Rückgang des Wanderungssaldos begrenzen.

**Zuwanderer ersetzen
Babyboomer**

Auch der demografisch bedingte Rückgang der Erwerbstätigkeit beeinflusst die Nettozuwanderung. Die anrollende Pensionierungswelle in der geburtenstarken Babyboomer-Generation wird eine grosse Lücke im Arbeitsmarkt hinterlassen. Ende der 2020er-Jahre dürften netto bis über 10'000 Personen jährlich aus dem Arbeitsmarkt ausscheiden (vgl. Abb. 6). Diese dürften zumindest teilweise über Rekrutierungen im Ausland ersetzt werden.

**Stärkerer Wieder-
anstieg zurzeit
nicht absehbar**

Als Folge ist im Laufe der kommenden Jahre ein zwischenzeitlicher Wiederanstieg der Zuwanderung auf ein Niveau von 60'000 oder sogar mehr denkbar. Auch eine erneute wirtschaftliche Boomphase im Inland in Verbindung mit wirtschaftlichen Problemen in einem der drei grossen Nachbarländer oder einer weiteren Flüchtlingskrise würde die Zuwanderung zeitweise stärker steigen lassen. Bei einer wirtschaftlichen Entwicklung im Bereich des Potenzialwachstums erachten wir jedoch für die nächsten Jahre einen mittleren Wanderungssaldo von etwas über 50'000 Personen als am wahrscheinlichsten.

fabian.waltert@credit-suisse.com

Rückblick: Entwicklung der Zuwanderung seit Einführung der Personenfreizügigkeit

Zuwanderungsschub hat nachgelassen

Die Schweiz ist bereits seit Jahrzehnten ein Einwanderungsland. Mit der Einführung der Personenfreizügigkeit im Rahmen der bilateralen Verträge zwischen der Schweiz und der EU hat das Land als Ziel von europäischen Arbeitsmigranten nochmals an Anziehungskraft gewonnen. Ab 2007, dem Jahr des Inkrafttretens der vollen Personenfreizügigkeit mit den «alten» EU-Staaten (EU-17), war ein sprunghafter Anstieg der Nettozuwanderung zu verzeichnen (vgl. Abb. 1). Bereits im Folgejahr erreichte der Wanderungssaldo mit über 97'000 einen Höchststand. Diese Zahl wurde in den darauffolgenden Jahren trotz stufenweiser Ausweitung der Personenfreizügigkeit auf die neuen EU-Mitgliedstaaten (EU-8, EU-2) nicht mehr erreicht. Nach 2013 setzte gar ein anhaltender Rückgang ein. Ab 2017 pendelte sich der Wanderungssaldo der Schweiz schliesslich auf dem deutlich tieferen Niveau von gut 50'000 Personen ein. Mit eingerechnet in diesen Zahlen ist der Wanderungssaldo der Schweizer Bevölkerung. Seit 2002 haben pro Jahr per Saldo rund 5800 Schweizer das Land verlassen, etwa um im Ausland ein Studium aufzunehmen, eine Stelle anzutreten oder den Lebensabend zu verbringen.

Entscheidende Treiber: Konjunkturelle Entwicklung im In- und Ausland

Auch nach der Einführung der Personenfreizügigkeit wurde die Zuwanderung weitgehend von konjunkturellen Faktoren bestimmt. Wenn die Wirtschaft floriert, werden neue Stellen geschaffen, die Nachfrage nach Arbeitskräften übertrifft in der Folge in gewissen Branchen das inländische Arbeitsangebot, und es werden zusätzlich ausländische Arbeitskräfte rekrutiert. Bei schwacher Beschäftigungsentwicklung, wie beispielsweise im Zuge der Finanzkrise oder in den Jahren 2014 bis 2016, ist demgegenüber ein direkter Rückgang der Zuwanderung zu beobachten (vgl. Abb. 1). Ab 2014 konnte ausserdem die EU, deren Konjunktur lange mit den Folgen der Finanzkrise von 2008 zu kämpfen hatte, die hohe Arbeitslosigkeit kontinuierlich abbauen, während die Schweizer Industrie durch die Frankenstärke geschwächt wurde (vgl. Abb. 4). Besonders eindrücklich fiel die Erholung in Portugal aus, wo die Arbeitslosenrate zwischen 2013 und 2019 stark rückläufig war. Dadurch verliessen zuletzt die Portugiesen, die in der Schweiz nach den Italienern und den Deutschen die drittgrösste Ausländergruppe stellen, unser Land per saldo in grosser Zahl wieder. Die Auswanderungen hatten einen grossen Anteil am Rückgang des Wanderungssaldos ab 2014. Zwischen 2013 und 2018 nahmen sie um 14% zu – bei gleichzeitigem Rückgang der Einwanderungen um 10%.

Konzentration auf Agglomerationen und Westschweiz

Faktoren, die einen noch stärkeren Rückgang der Zuwanderung verhindert haben, sind die europäische Flüchtlingskrise von Mitte der 2010er-Jahre sowie zuletzt die Aufhebung der Schutzklausel gegenüber Bulgarien und Rumänien (EU-2) ab Mitte 2019. Die Zuwanderung konzentriert sich innerhalb der Schweiz stark auf die Agglomerationen sowie Kantone der lateinischen Schweiz. Hervorzuheben ist dabei die Genferseeregion, die in den vergangenen Jahren ein teilweise hohes Beschäftigungswachstum verbuchen konnte. In einigen Kantonen der lateinischen Schweiz, insbesondere Waadt, Neuenburg, Freiburg und Wallis, ging die Zuwanderung in den letzten Jahren jedoch auch besonders kräftig zurück. Der Kanton Tessin hatte in den vergangenen zwölf Monaten per saldo sogar eine Abwanderung zu verzeichnen.

Erste Beurteilung des COVID-19-Kreditprogramms

Zur Unterstützung von Unternehmen, deren Liquidität plötzlich versiegte, boten die Banken bis am 31. Juli günstige, vom Bund verbürgte Kredite an. Die Unternehmen nahmen CHF 17 Mrd. auf, und die Kreditausfälle sind bisher beschränkt.

Unternehmen haben CHF 17 Mrd. an COVID-19-Krediten aufgenommen

Ende März 2020 lancierte der Schweizer Bundesrat in Zusammenarbeit mit den Banken ein Programm zur Gewährung sogenannter COVID-19-Überbrückungskredite. Bis am 31. Juli boten Banken Schweizer Unternehmen in diesem Rahmen vom Bund garantierte bis zu 5-jährige Kredite von maximal CHF 500'000 zu einem Zins von 0% (zumindest im ersten Jahr) an. Laut Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) nahmen die Unternehmen über dieses Programm schätzungsweise CHF 14 Mrd. auf (vgl. Abb. 1). Darüber hinaus konnten Unternehmen über eine zweite Fazilität (COVID-19-Kredit Plus) Kredite von über CHF 500'000 (bis zu CHF 20 Mio.) zu einem leicht höheren Zins aufnehmen. Dabei verbürgte der Bund 85% des Umfangs dieser Kredite. Im Rahmen dieser zweiten Fazilität besorgten sich die Unternehmen weitere CHF 3 Mrd. an Krediten.

Gemäss unseren Schätzungen werden COVID-19-Kredite zu rund 60% beansprucht

Das Ziel dieser Kredite bestand darin, Liquiditätsengpässe zu überbrücken. Es war den Unternehmen nicht erlaubt, diese Mittel für Neuinvestitionen einzusetzen. Um die tatsächliche Beanspruchung dieser Kredite abzuschätzen, haben wir uns auf Daten der Schweizerischen Nationalbank (SNB) gestützt. Banken können die von ihnen vergebenen Kredite über die sogenannte COVID-19-Refinanzierungsfazilität effektiv bei der SNB refinanzieren (d.h. Liquidität bei der SNB aufnehmen). Um Mittel bei der SNB auszuleihen, müssen die Banken ihre Kreditforderungen als Sicherheit einbringen. Nicht beanspruchte Kreditlinien können jedoch nicht als Sicherheit verwendet werden. Ein Vergleich des Gesamtbetrags der COVID-19-Kredite und der Refinanzierung der Banken bei der SNB ermöglicht uns damit eine grobe Schätzung der tatsächlichen Beanspruchung der Kredite durch die Unternehmen. Da sich die Banken rund CHF 10 Mrd. bei der SNB ausgeliehen haben (vgl. Abb. 2), legt dies nahe, dass die COVID-19-Kredite zu etwa 60% auch tatsächlich in Anspruch genommen wurden.

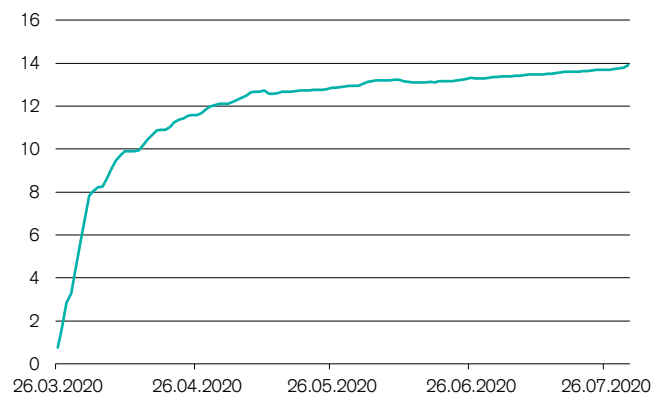
Kreditausfälle mit 0.1% bisher sehr niedrig

Das finanzielle Risiko für den Bund wird voraussichtlich viel kleiner sein als erwartet. Der Bund war effektiv bereit, bis zu CHF 40 Mrd. an Krediten zu verbürgen, also mehr als das Zweifache der tatsächlich vergebenen Kreditbeträge. Zudem hat der Bundesrat dieses Jahr CHF 1 Mrd. für Kreditausfälle zurückgestellt. Die Kreditausfälle werden höchstwahrscheinlich weiter steigen, schliesslich ist das Programm noch jung. Die Kreditverluste belaufen sich per 9. September jedoch erst auf CHF 18.9 Mio., was einer Ausfallquote von weniger als 0.1% entspricht.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Abb. 1: Unternehmen nahmen CHF 14 Mrd. an COVID-19-Krediten auf

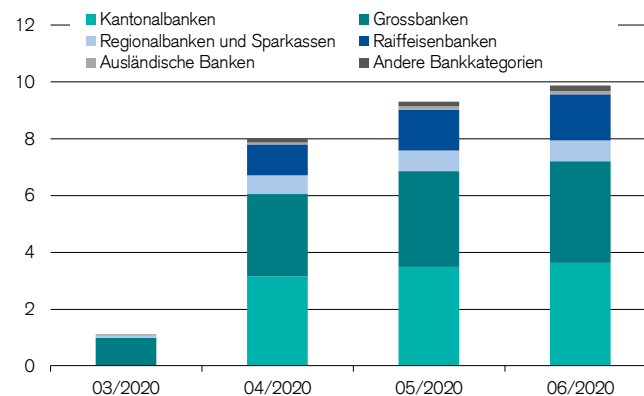
Geschätztes kumuliertes Kreditvolumen, in CHF Mrd., COVID-19-Kredite Plus sind nicht berücksichtigt.



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse

Abb. 2: Refinanzierung von COVID-19-Krediten bei der SNB

Von den Banken bei der SNB geschuldete Beträge (ohne Repo-Verbindlichkeiten), in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

USD-Kredite an Banken

Auf dem Höhepunkt der COVID-19-Krise schnellte die Nachfrage nach Liquidität in USD weltweit markant nach oben. In der Schweiz reaktivierte die SNB ihre Swap-Vereinbarung mit der US-Notenbank (Fed), was es der SNB erlaubte, bei der Fed auf temporärer Basis CHF gegen USD zu tauschen und diese USD sodann an das Schweizer Bankensystem zu verleihen. Die Nachfrage der Schweizer Banken nach USD-Liquidität vonseiten der SNB stieg im März und April 2020 sprunghaft an, bevor sie sich im Zuge einer weltweiten Normalisierung der USD-Kreditkosten wieder abschwächte. Seit August haben sich die Banken keine USD mehr von der SNB ausgeliehen, und die SNB hat angekündigt, ihre USD-Auktionen zurückzufahren.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Devisenmarktinterventionen

Gemäss unseren Schätzungen hat die SNB seit Beginn des laufenden Jahres Fremdwährungen im Gegenwert von rund CHF 91 Mrd. gekauft, um den Aufwertungsdruck auf den CHF zu mildern. Da der Druck im Sommer kontinuierlich nachliess, reduzierte die SNB den Umfang ihrer Interventionen. Fremdwährungskäufe dürften in nächster Zukunft das wichtigste Instrument der SNB bleiben, um Aufwertungsschüben des CHF gegenzusteuern. Derweil wird die SNB unseres Erachtens vorerst davon absehen, ihren Leitzins noch weiter in den negativen Bereich zu senken.

maxime.botteron@credit-suisse.com

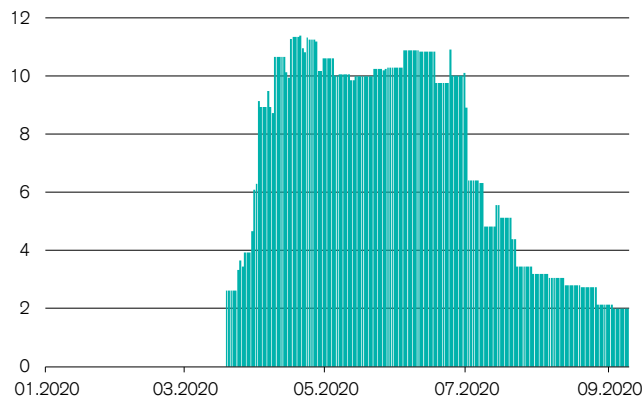
SNB-Gewinn

Im 1. Quartal 2020 erlitt die SNB einen Verlust von CHF 38.2 Mrd., der durch die starken Kurseinbrüche ihrer Finanzanlagen und die Aufwertung des CHF bedingt war, wobei Letztere den Buchwert ihrer Fremdwährungsreserven senkte. Indessen erholte sich das Portfolio der SNB im 2. Quartal 2020 rasant, zumal die Finanzmärkte wieder markant zulegten und der CHF abwertete. Im 2. Quartal 2020 wies die SNB einen Gewinn von CHF 39.0 Mrd. aus. Der Grossteil davon war Gewinnen auf den Fremdwährungsreserven zuzuschreiben. Die SNB erzielte aber auch mit ihren Goldreserven einen Gewinn von CHF 4.3 Mrd., da die Goldpreise im 2. Quartal 2020 um fast 10% nach oben schnellten.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Nachfrage nach Liquidität in USD hat nachgelassen

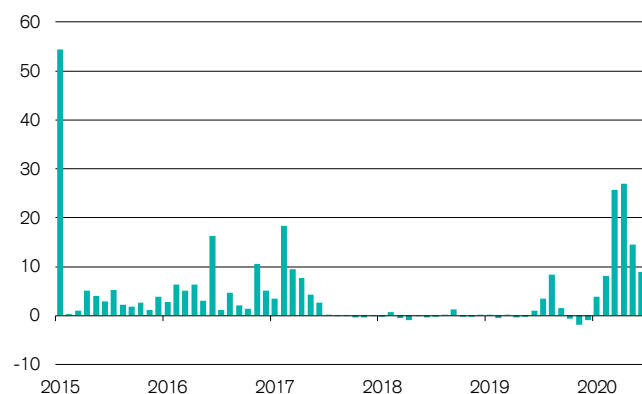
Ausstehende USD-Kredite an Banken (USD-Repo-Geschäfte), in USD Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

Abschwächung der Fremdwährungskäufe

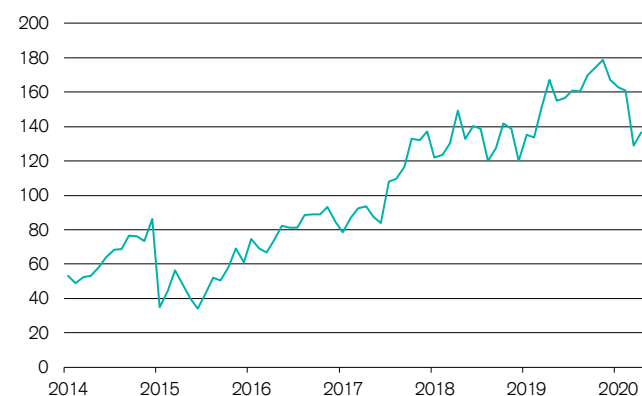
Geschätzte Fremdwährungskäufe durch die SNB, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

SNB hat sich schnell von ihrem Verlust im 1. Quartal 2020 erholt

SNB-Eigenkapital, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

Wohneigentum

Seit den Lockerungen des Lockdowns scheint die Zuversicht im Markt wieder zu steigen. Eine vollständige Rückkehr zu den vor COVID-19 verzeichneten Nachfrageniveaus ist aber frühestens nächstes Jahr zu erwarten. Davon ist die Preisentwicklung jedoch bisher unberührt geblieben. Die geringe Verfügbarkeit von Wohneigentum (wenig Neubautätigkeit, tiefe Leerstände) und die sehr tiefen Hypothekenzinsen haben jüngst für weitere Preisanstiege gesorgt. So legten die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen im 2. Quartal im Vergleich zum Vorjahr um 3.3% respektive 1.9% zu.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Mietwohnungen

Die COVID-19 Krise hat auch bei den Projektentwicklern kurzfristig für Verunsicherung gesorgt. Im 2. Quartal 2020 wurden gemäss Baugesuchen 18% weniger Mietwohnungen geplant als im Vorjahresquartal. Die Zahl dürfte jedoch überzeichnet sein, da einige Westschweizer Kantone und das Tessin während des Lockdowns Baugesuche gar nicht oder nicht vollständig meldeten. Die Gesuche erholten sich denn auch bereits im Juni (+14% zum Vorjahresmonat). Die Anzahl bewilligter Mietwohnungen ist zuletzt wieder gestiegen und lag in den vergangenen zwölf Monaten sogar um 8% über der Vorjahresperiode.

fabian.waltert@credit-suisse.com

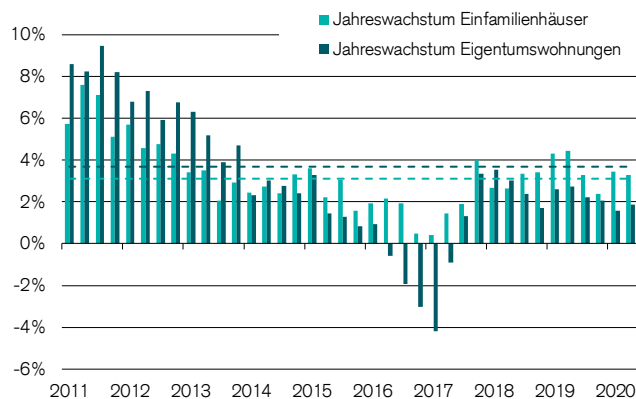
Büroflächen

In der Arbeitswelt hat die COVID-19 Pandemie zu einem Homeoffice-Schub geführt. Dadurch haben viele Unternehmen Einsparpotenzial entdeckt, weshalb sie ihren Mitarbeitern langfristig mehr Zeit im Homeoffice ermöglichen und gleichzeitig Büroflächen reduzieren wollen. Dieser Effekt könnte die Nachfrage nach Büroflächen langfristig tief halten. Eine Zurückhaltung bei den Büroimmobilienentwicklern ist allerdings noch nicht zu erkennen. Im Gegenteil: In den letzten Monaten sind die Baubewilligungen und Baugesuche nach tiefen Werten im Jahr 2019 wieder gestiegen. Das Volumen der Baugesuche lag in den letzten zwölf Monaten um 14% über der Vorjahresperiode.

alexander.lohse@credit-suisse.com

Preise von Wohneigentum bleiben im Plus

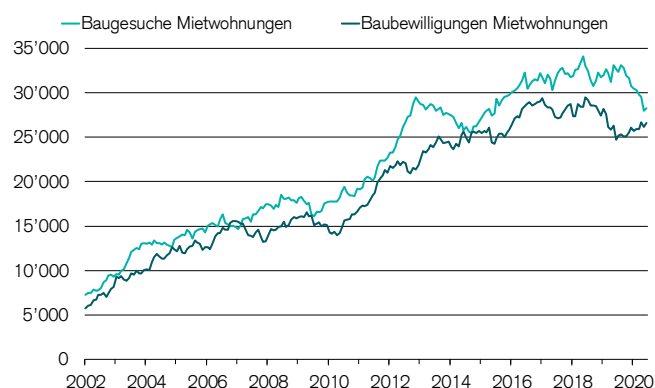
Jahreswachstumsraten nach Segment



Quelle: Wüest Partner; letzter Datenpunkt: 2. Quartal 2020

Mietwohnungsbau von Coronakrise noch wenig betroffen

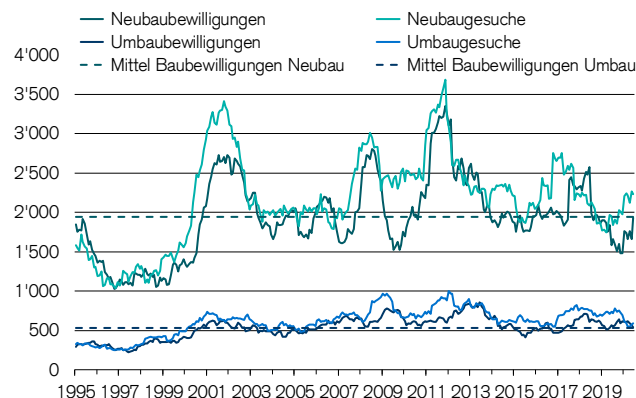
Baugesuche und -bewilligungen, gleitende 12-Monats-Summe, in Anzahl Wohnungen



Quelle: Baublatt, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 06.2020

Projektierungstätigkeit am Büromarkt steigt seit Januar wieder an

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



Quelle: Baublatt, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 06.2020

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.

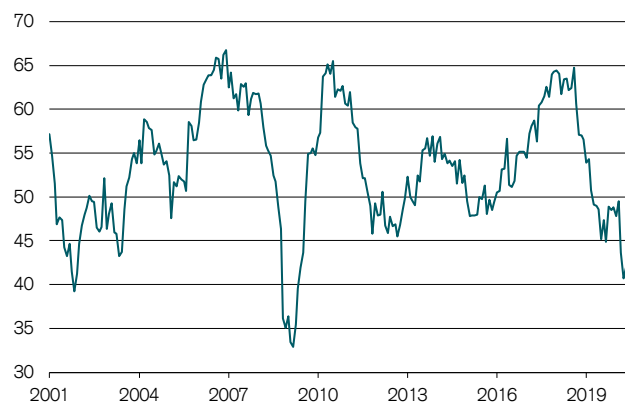
CS CFA Society Switzerland Indikator

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

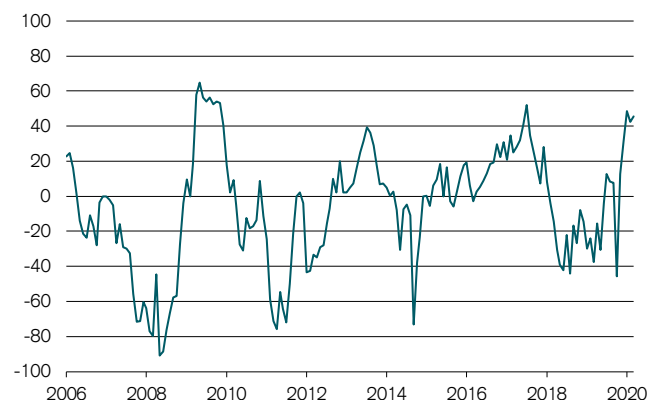
In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

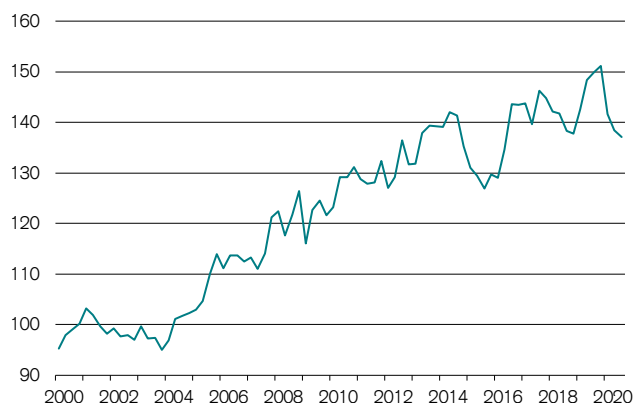
Credit Suisse Vorlaufindikatoren

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



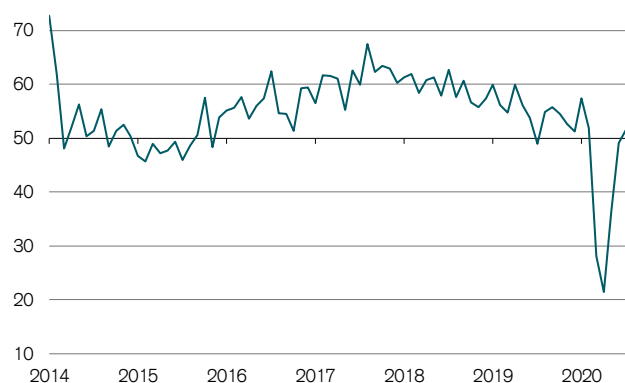
Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

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

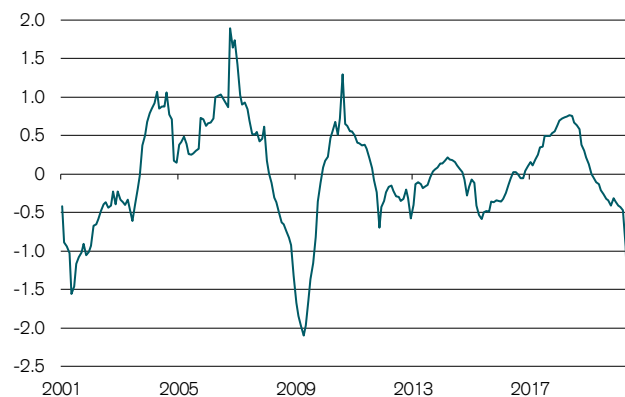


Quelle: procure.ch, Credit Suisse

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		2021P		2021P		2020P	2021P
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal		
BIP, YoY, in %	-0.7	-9.3	-4.1	-1.9	0.6	9.8	3.5	0.7	-4.0	3.5
Privater Konsum	-3.8	-12.5	-0.5	8.0	1.7	1.7	1.7	1.7	-2.1	1.7
Staatskonsum	2.4	2.5	3.5	3.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Bruttoanlageinvestitionen	0.2	-7.8	-2.8	-2.2	2.1	1.7	1.8	1.8	-3.2	1.9
Bauinvestitionen	1.9	-2.7	-3.0	-3.0	1.5	1.5	1.5	1.5	-1.8	1.5
Ausrüstungsinvestitionen	-0.6	-11.0	-2.7	-2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	-4.0	2.0
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	0.0	-15.7	-5.5	-4.7	7.0	7.0	7.0	7.0	-6.5	7.0
Importe (Güter und Dienstleistungen)	0.0	-17.2	-3.3	-3.3	4.0	4.0	4.0	4.0	-6.0	4.0
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	3.2	3.4	3.6	3.9	4.0	3.9	3.8	3.2	3.9
Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten, YoY, in %	0.8	-0.2	-1.0	-1.5	-1.0	0.5	0.7	0.9	-0.5	0.3
Nettozuwanderung, in Tsd.									50.000	45.000
Nominallohnwachstum, YoY, in %									0.5	0.1

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

Prognosen für die Weltwirtschaft

Prognosen	Prognosen				Struktur		Bedeutung für die Schweiz	
	BIP		Inflation		Bevölkerung	BIP	Exportanteil	Importanteil
	ggü. Vorjahr, in %				in Mio.	in USD Mrd.	in %	in %
	2020	2021	2020	2021	2018	2018	2018	2018
Welt	-4.1	3.9	1.8	2.3	7.593	84.930	100	100
USA	-5.5	3.4	1.1	1.9	327	20.580	16.3	6.2
Eurozone	-8.0	5.5	0.5	0.9	342	13.639	44.3	61.7
Deutschland	-6.6	3.8	0.9	1.1	83	3.951	18.8	27.1
Frankreich	-10.1	6.5	0.4	0.7	65	2.780	6.5	8.0
Italien	-10.6	5.6	-0.1	0.7	60	2.076	6.2	9.3
Grossbritannien	-10.5	6.4	0.9	1.3	66	2.829	4.0	3.8
Japan	-4.9	1.5	-0.3	0.3	126	4.972	3.3	1.7
China	3.3	5.6	2.7	2.6	1.395	13.368	5.2	7.1

Quelle: Datastream, Internationaler Währungsfond, Credit Suisse

Zinsen und geldpolitische Angaben

	Aktuell	3M	12M		07/2020	06/2020	07/2019
SNB-Leitzins, in %	-0.75	-0.75	-0.75	Geldmenge M0 (CHF Mrd.)	703.7	684.0	556.8
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, in %	-0.46	-0.2	-0.2	Geldmenge M1 (in %, ggü. Vorjahr)	4.7	4.4	4.7
				Geldmenge M2 (in %, ggü. Vorjahr)	2.4	2.1	3.4
				Geldmenge M3 (in %, ggü. Vorjahr)	3.8	3.1	3.3
				Devisenreserven (in CHF Mrd.)	847.0	851.1	767.9

Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Wichtige Informationen

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

Risikowarnung

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

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

Dieser Bericht kann Informationen über Anlagen, die mit besonderen Risiken verbunden sind, enthalten. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Zusätzliche Informationen erhalten Sie ausserdem in der Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten», 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. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen. Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

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

Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können.

Rohstofftransaktionen bergen ein hohes 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 sol-

cher, 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 langfristige. 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 Kapitalnachschusspflicht 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

Die Informationen in diesen Unterlagen dienen Werbezwecken. Es handelt sich nicht um Investment Research.

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 Wertschriften 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 Form von reguliertem Investment-Research, 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 und darauf zugreifen. In diesem Bericht enthaltene Einschätzungen und Ansichten können sich von den durch andere CS-Departments geäußerten unterscheiden und können sich jederzeit ohne Ankündigung oder die Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. **PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN:** Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. **KONFLIKTE:** Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die CS, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagendienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEuerung:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko. **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.

Verbreitete 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, einer Niederlassung der Credit Suisse AG, Zürich/Schweiz, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) ordnungsgemäss als Investment Business Firm der Kategorie 2 zugelassen ist und beaufsichtigt wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich 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, befindet sich an folgender Adresse: Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Chile:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada verteilt, einer Zweigniederlassung der Credit Suisse AG (im Kanton Zürich als AG eingetragen), die von der chilenischen Finanzmarktkommission überwacht wird. Weder der Emittent noch die Wertpapiere wurden bei der chilenischen Finanzmarktkommission (Comisión para el Mercado Financiero) gemäss dem chilenischen Finanzmarktgesetz (Gesetz Nr. 18.045, Ley de Mercado de Valores) und den diesbezüglichen Bestimmungen registriert. Daher dürfen sie in Chile nicht öffentlich angeboten oder verkauft werden. Dieses Dokument stellt kein Angebot bzw. keine Aufforderung für die Zeichnung oder den Kauf der Wertpapiere in der Republik Chile dar, ausser für individuell identifizierte Käufer im Rahmen einer Privatplatzierung im Sinne von Artikel 4 des Ley de Mercado de Valores (Angebot, das sich weder an die allgemeine Öffentlichkeit noch an einen bestimmten Teil oder

eine bestimmte Gruppe der Öffentlichkeit richtet). **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 (AMF). **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 geprüften Abschlüsse der Credit Suisse AG werden auf Wunsch bereitgestellt. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INF000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. 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. **Israel:** Wenn dieses Dokument durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. in Israel verteilt wird: Dieses Dokument wird durch Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. verteilt. Die Credit Suisse AG und ihre in Israel angebotenen Dienstleistungen werden nicht von der Bankenaufsicht bei der Bank of Israel überwacht, sondern von der zuständigen Bankenaufsicht in der Schweiz. Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. ist für den Vertrieb von Investmentprodukten in Israel zugelassen. Daher werden ihre Investmentmarketing-Aktivitäten von der Israel Securities Authority überwacht. **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 zugelassenen Gegenparteien (gemäss Definition der QFCRA) oder Firmenkunden (gemäss Definition der QFCRA) angeboten, einschliesslich natürlicher Personen, die sich als Firmenkunden einstufen lassen, 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 dieses 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 Anordnungen und Rundschreiben der CBL sowie die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen 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. Hiermit wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass Anlagen an Finanzmärkten mit einem hohen Ausmass an Komplexität und dem Risiko von Wertverlusten verbunden sein können und möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet sind. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zum Zeitpunkt der Prüfung 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 ausdrücklich und unwiderruflich, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat und den Inhalt des Dokuments vollumfänglich versteht. **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:** Dieses Dokument gibt die Ansichten der Person wieder, die Dienstleistungen für C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («C. Suisse Asesoría») und/oder Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) («Banco CS») erbringt. Daher behalten sich sowohl C. Suisse Asesoría als auch Banco CS das

Recht vor, ihre Ansichten jederzeit zu ändern und übernehmen in dieser Hinsicht keinerlei Haftung. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken. Es stellt keine persönliche Empfehlung oder Anregung und auch keine Aufforderung zur irgendeiner Handlung dar. Es ersetzt nicht die vorherige Rücksprache mit Ihren Beratern im Hinblick auf C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS, bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen. C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS übernehmen keinerlei Haftung für Anlageentscheidungen, die auf der Basis von Informationen in diesem Dokument getroffen werden, da diese die Zusammenhänge der Anlagestrategie und die Ziele bestimmter Kunden nicht berücksichtigen. Prospekte, Broschüren und Anlagerichtlinien von Investmentfonds sowie Geschäftsberichte oder periodische Finanzinformationen dieser Fonds enthalten zusätzliche nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente können kostenlos direkt bei Emittenten und Betreibern von Investmentfonds, über die Internetseite der Aktienbörse, an der sie notiert sind oder über Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS bezogen werden. Die frühere Wertentwicklung und die verschiedenen Szenarien bestehender Märkte sind keine Garantie für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse. Falls die Informationen in diesem Dokument unvollständig, unrichtig oder unklar sind, wenden Sie sich bitte umgehend an Ihren Ansprechpartner bei C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS. Es ist möglich, dass Änderungen an diesem Dokument vorgenommen werden, für die weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS verantwortlich ist. Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und ist kein Ersatz für die Aktivitätsberichte und/oder Kontoauszüge, die Sie von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS gemäss den von der mexikanischen Wertpapier- und Börsenaufsicht (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, CNBV) erlassenen allgemeinen Bestimmungen für Finanzinstitutionen und andere juristische Personen, die Anlagendienstleistungen erbringen, erhalten. Angesichts der Natur dieses Dokuments übernehmen weder C. Suisse Asesoría noch Banco CS irgendeine Haftung aufgrund der in ihm enthaltenen Informationen. Obwohl die Informationen aus Quellen stammen, die von C. Suisse Asesoría und/oder Banco CS als zuverlässig angesehen wurden, gibt es keine Garantie für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Banco CS und/oder A. Suisse Asesoría übernimmt keine Haftung für Verluste, die sich aus der Nutzung von Informationen in dem Ihnen überlassenen Dokument ergeben. Anleger sollten sich vergewissern, dass Informationen, die sie erhalten, auf ihre persönlichen Umstände, ihr Anlageprofil sowie ihre konkrete rechtliche, regulatorische oder steuerliche Situation abgestimmt ist oder eine unabhängige professionelle Beratung einholen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein Anlageberater gemäss dem mexikanischen Wertpapiermarktgesetz (Ley del Mercado de Valores, «LMV») und bei der CNBV unter der Registernummer 30070 eingetragen. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein Teil der Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. oder einer anderen Finanzgruppe in Mexiko. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist kein unabhängiger Anlageberater gemäss dem LMV und anderen geltenden Bestimmungen, da sie in direkter Beziehung zur Credit Suisse AG, einer ausländischen Finanzinstitution, und in indirekter Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. steht. **Österreich:** Dieser Bericht wird entweder von der CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich («österreichische Zweigniederlassung») oder von der Credit Suisse (Deutschland) AG veröffentlicht. Die österreichische Zweigniederlassung ist eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., 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-1150 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien, Österreich. Die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft wird von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») in Zusammenarbeit mit der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien, Österreich beaufsichtigt. **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 Aufsichtsbehörden Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörden, der Banco de Portugal (BdP) und der Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Dieses Dokument wird von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudiarabischen 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>. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Regeln für das Angebot von Wertschriften und fortlaufenden Verpflichtungen darf dieses Dokument im Königreich Saudi-Arabien ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Regeln dazu berechtigt sind. Die saudiarabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Käufer der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. Gemäss den von der Kapitalmarktbehörde herausgegebenen Bestim-

mungen für Anlagefonds darf dieses Dokument im Königreich ausschliesslich an Personen verteilt werden, die gemäss diesen Bestimmungen dazu berechtigt sind. Die saudiarabische Kapitalmarktbehörde macht keinerlei Zusicherungen hinsichtlich der Korrektheit und Vollständigkeit dieses Dokuments und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die aus diesem Dokument oder im Vertrauen auf dessen Inhalt oder Teilen davon entstehen. Potenzielle Zeichner der im Rahmen dieses Dokuments angebotenen Wertschriften sollten eine eigene Sorgfaltsprüfung hinsichtlich der Korrektheit der im Zusammenhang mit diesen Wertschriften zur Verfügung gestellten Informationen durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater konsultieren. **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:** Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial. Es wird von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragenen Unternehmen zu Informationszwecken bereitgestellt. Es richtet sich ausschliesslich an den Empfänger für dessen persönlichen Gebrauch und darf gemäss den derzeit geltenden Gesetzen keineswegs als Wertpapierangebot, persönliche Anlageberatung oder allgemeine oder spezifische Empfehlung von Produkten oder Anlagestrategien mit dem Ziel angesehen werden, Sie zu irgendeiner Handlung aufzufordern. Der Kunde/die Kundin ist auf jeden Fall selbst für seine/ihre Entscheidungen über Anlagen oder Veräusserungen verantwortlich. Deshalb trägt der Kunde allein die gesamte Verantwortung für Gewinne oder Verluste aus Entscheidungen über Aktivitäten auf der Basis der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen. Die Angaben in diesem Dokument sind nicht die Ergebnisse von Finanzanalysen oder Finanzresearch und fallen deshalb nicht unter die aktuellen Bestimmungen für die Erstellung und Verteilung von Finanzresearch und entsprechen nicht den gesetzlichen Vorschriften für die Unabhängigkeit der Finanzanalyse. **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 Institutionen 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 Değerler Anonim Şirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Levizim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul, Türkei

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

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.

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.

20C014A_IS