

Wachstum bleibt trotz Unsicherheiten robust

Monitor Schweiz | September 2018

Konjunktur
Weniger Rückenwind im Jahr 2019

Seite 5

Fokus Lohnrunde
Vorerst verhaltener Lohnanstieg

Seite 10

Geldpolitik
«Fragil» definiert

Seite 14

Impressum

Herausgeber, Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products

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

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

Bestellungen

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

Druck

gdz AG, Zürich

Redaktionsschluss

10. September 2018

Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.
Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Autoren

Claude Maurer
Andreas Christen
Maxime Botteron
Thomas Rieder
Fabian Waltert

Mitwirkung

Ewelina Krankowska
Flurina Krähenbühl
Christine Mumenthaler
Andreas Weber

Sehr geehrte Leserinnen und Leser

Zum zehnten Mal jährt sich dieser Tage der Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers, der ultimative Brandbeschleuniger der internationalen Finanzkrise. Obwohl die Krise auch den Schweizer Finanzplatz schwer in Mitleidenschaft zog, scheinen wir sie in der Zwischenzeit fast vergessen zu haben. Dies hat nicht zuletzt mit der – aus damaliger Sicht kaum vorstellbaren – Tatsache zu tun, dass die Schweizer Wirtschaft seither einen fast ununterbrochenen Aufschwung erlebt.

Wem haben wir dieses «Wunder» zu verdanken? Ohne Zweifel haben strukturelle Stärken der Schweizer Wirtschaft einen Beitrag geleistet: Wir haben nicht nur starke Grosskonzerne, sondern auch kleine und mittlere Unternehmen (KMU), von denen sich viele im globalen Wettbewerb ausgezeichnet schlagen, wie eine von uns jüngst publizierte Studie darlegt. Zudem zeichnet sich die Schweiz durch eine ausgeprägte Flexibilität ihres Arbeitsmarkts aus. Unsere Tradition einer kooperativen Sozialpartnerschaft beziehungsweise die öfters zu beobachtende «Nichtausnützung des lohnpolitischen Verteilungsspielraums» (vgl. Fokusartikel auf Seite 10) erleichtert es den Unternehmen, die Beschäftigung auch bei stärkeren konjunkturellen Rückschlägen relativ hoch zu halten.

Allerdings waren wirtschaftspolitische Massnahmen und Sonderfaktoren wohl ausschlaggebender: Da wären erstens das dezidierte Handeln der Behörden zur Stabilisierung der Banken inmitten der ersten Krise, zweitens die erneuten dezidierten Aktionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zur Verhinderung einer weiteren Frankenaufwertung im Gefolge der Eurokrise, drittens die Stimulierung der Binnenwirtschaft und vor allem der Bautätigkeit durch die extrem tiefen Zinsen und viertens die ausserordentlich starke Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte.

Sofern unsere Wirtschaftsprognosen ansatzweise zutreffen, wird sich der globale Aufschwung im kommenden Jahr trotz der schwelenden Handelskonflikte, der Fragilität einiger Schwellenländer und politischer Unsicherheiten in Europa fortsetzen. Dies wird auch die Schweizer Konjunktur stützen. Gleichzeitig rechnen wir wegen der sich allmählich verknappenden Kapazitäten mit einer graduell anziehenden Inflation. In den USA hat die Teuerung inzwischen das Ziel der Notenbank erreicht, aber auch in der Schweiz ist sie fast wieder dort, wo sie im Jahrzehnt vor der Finanzkrise lag. Somit sollten auch die (Nominal-)Löhne auf mittlere Frist etwas stärker steigen.

Fazit: Zehn Jahre nach der Finanzkrise scheinen sich die meisten Masse der Wirtschaftsentwicklung auf einem mehr oder weniger normalen Niveau einzupendeln. Allerdings mit einer grossen Ausnahme: den Zinsen! Nicht nur die Nominal-, sondern auch die Realzinsen liegen in der Schweiz, aber auch anderswo, im stark negativen Bereich und damit weit unter der historischen Norm. Ob und wann ein markanter Zinsanstieg einsetzen wird, ist Gegenstand heftiger Debatten, die von hoher Prognoseunsicherheit geprägt sind. Wir gehen davon aus, dass nochmals ein Jahr vergehen wird, bis die SNB einen ersten Zinsschritt vornimmt. Dieses «sanfte» Zinsszenario ist ein weiterer Grund für unsere Prognose eines anhaltenden Aufschwungs. Allerdings erhöht sich dadurch auch das Risiko zunehmender Ungleichgewichte in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten, nicht zuletzt am Immobilienmarkt.



Thomas Gottstein
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler
CIO Office Schweiz

Konjunktur	5
Wachstum bleibt trotz Unsicherheiten robust	
Die Schweizer Wirtschaft befindet sich in einem «Mini-Boom». Dieser ist jedoch auf ein perfektes Zusammenspiel mehrerer Faktoren zurückzuführen, das sich 2019 kaum wiederholen dürfte. Das Wirtschaftswachstum sollte sich daher unter 2% abschwächen.	
Konjunktur I Monitor	7
Branchen I Monitor	8
Fokus Lohnrunde	10
Vorerst verhaltener Lohnanstieg	
Aus konjunktureller Sicht ist mit einem etwas stärkeren Lohnwachstum zu rechnen. Der Schweizer Arbeitsmarkt ist aber von Lohnzurückhaltung geprägt. Trotzdem erhalten die Erwerbstätigen dank Vollbeschäftigung einen hohen Anteil des Bruttoinlandprodukts.	
Geldpolitik	14
«Fragil» definiert	
Die «fragile» Lage am Devisenmarkt hält die SNB auf Trab, doch Indikatoren legen nahe, dass diese potenzielle «Fragilität» nicht CHF-spezifisch ist.	
Geldpolitik I Monitor	15
Anlegen	16
Werte der Millennials – ein Supertrend mit Potenzial	
Die Babyboom-Jahrgänge werden in den kommenden Jahrzehnten Billionen an finanziellen Mitteln an ihre Nachkommen – die Millennials – übertragen. Deren Werte gewinnen damit auch aus Anlegersicht an Bedeutung.	
Immobilien Monitor	17
Credit Suisse Vorlaufindikatoren	18
Prognosen und Indikatoren	20

Wachstum bleibt trotz Unsicherheiten robust

Die Schweizer Wirtschaft befindet sich in einem «Mini-Boom». Dieser ist jedoch auf ein perfektes Zusammenspiel mehrerer Faktoren zurückzuführen, das sich 2019 kaum wiederholen dürfte. Das Wirtschaftswachstum sollte sich daher unter 2% abschwächen.

Schweizer Wirtschaft boomt derzeit

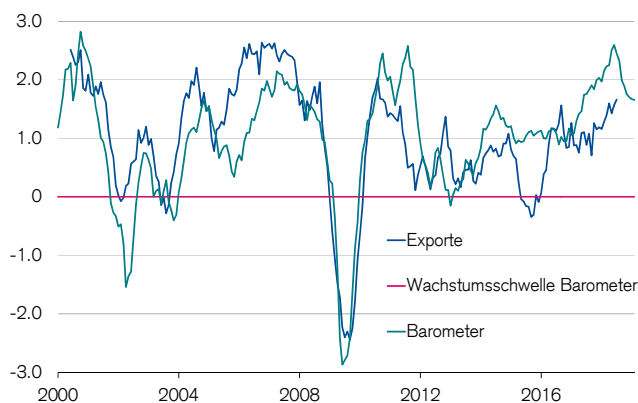
Die Schweizer Wirtschaft hat im 2. Quartal 2018 abermals ein boomendes Wachstum verzeichnet. Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) nahm gegenüber dem Vorquartal um 0.7% zu – und dies, nachdem die Wirtschaft im 1. Quartal sogar um 1% expandiert hatte. Ein derart hohes Wachstum wurde zuletzt im Erholungsboom des Jahres 2010 nach der Finanzkrise erreicht. Allerdings ist schätzungsweise knapp ein Viertel des ausgewiesenen Wachstums in den beiden letzten Quartalen auf einen vorübergehenden Schub durch internationale Sportereignisse wie die Olympischen Winterspiele zurückzuführen. Zahlreiche internationale Sportverbände, z.B. das Internationale Olympische Komitee (IOC) und die Fédération Internationale de Football Association (FIFA), haben ihren Sitz in der Schweiz, und deren Einnahmen werden dem Schweizer BIP zugerechnet, obwohl die Aktivitäten ausserhalb des Landes stattfinden. Gleichzeitig haben statistische Revisionen der Vorjahre den Wachstumspfad erhöht. Dementsprechend revidieren wir unsere Prognosen für das BIP-Wachstum im Jahr 2018 auf 2.7% (von 2.2%).

Wegfallende Sondereffekte und weniger Rückenwind im Jahr 2019

Im Vergleich dazu erscheint das von uns für 2019 prognostizierte Wachstum von 1.7% auf den ersten Blick mager. Ein Teil der Abschwächung ist indes dem Umstand geschuldet, dass im kommenden Jahr keine internationalen Sportgalas stattfinden. Derweil präsentiert sich die Ausgangslage für den Exportsektor nicht mehr ganz so vorteilhaft wie in den beiden Vorjahren. Das Exportbarometer, welches das Nachfragepotenzial für Schweizer Güter im Ausland misst, ist jüngst jedenfalls deutlich gesunken (vgl. Abb.). Gleichzeitig präsentiert sich die Ausgangslage beim Wechselkurs anders als noch 2017 und 2018. Für 2017 budgetierten die Unternehmen gemäss unserer damaligen Kundenumfrage mit einem EUR/CHF-Wechselkurs von 1.08. Die folgende Abwertung des CHF kam somit als positive Überraschung. Für 2018 lag der Budgetkurs bei 1.17, und erneut wurden die Unternehmen während der ersten fünf Monate positiv überrascht (vgl. Abb.). Positive Überraschungen wecken die berühmten «Animal Spirits», also den oftmals entscheidenden Mut, Investitionen zu wagen. Zudem erhöhen CHF-Abwertungen Margen und Gewinne der exportierenden Unternehmen und damit den Spielraum für die Finanzierung von Investitionen. Dies war mit ein Grund für die bislang überdurchschnittlich starke Investitionstätigkeit.

Exportbarometer taucht ausgehend von Höchststand

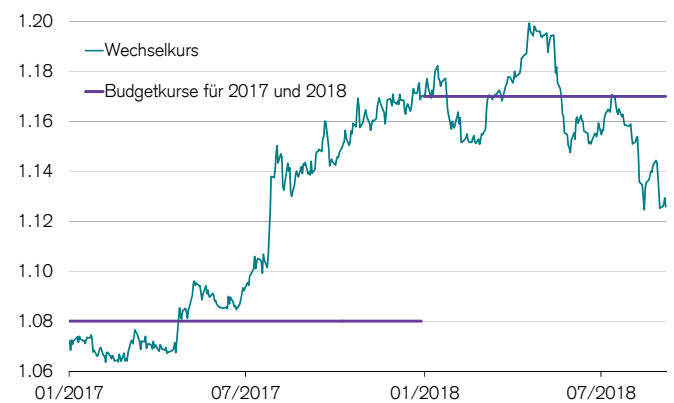
In Standardabweichungen, nominale Exporte, gleitender 6-Monats-Durchschnitt



Quelle: PMIPremium, Datastream, Credit Suisse

Positive Überraschungen beim Wechselkurs sind vorbei

EUR/CHF, Budgetkurse aus jeweiligen Devisenmarktumfragen der Credit Suisse



Quelle: Datastream, Credit Suisse FX-Umfragen 2017 und 2018

Exporte und Investitionen verlieren an Dynamik

Mittlerweile hat der CHF mehrere Aufwertungsschübe hinter sich, sodass die willkommene zur bösen Überraschung mutierte. Dies dürfte die Investitionsstimmung eintrüben. Gleichzeitig scheint die bis vor Kurzem bestehende Überauslastung in der Industrie abzunehmen. Darauf deutet zumindest das Verhältnis der beiden Subkomponenten «Lieferfristen» und «Produktion» der Einkaufsmanagerumfrage (PMI) hin (vgl. Abb.). Demnach haben die Unternehmen die Produktion jüngst derart deutlich gesteigert, dass sich die Lieferfristen – ein Indikator für Engpässe – ausgehend von Rekordwerten zu Beginn des Jahres wieder verkürzten. Die Anreize für einen weiteren Kapazitätsausbau sind demnach kleiner geworden. Insgesamt dürften 2019 sowohl die Exporte als auch die Investitionen in Maschinen und Ausrüstung rege bleiben, aber schwächer ausfallen als in diesem Jahr. Während beide 2018 noch mit jeweils 4.0% expandieren, dürfte die Zunahme 2019 nur noch 3.5% (Exporte) beziehungsweise 3.0% (Ausrüstungsinvestitionen) betragen. Auch bei den Bauinvestitionen erwarten wir eine Abnahme des Wachstums auf 0.5% (von 1.6%). Ausschlaggebend sind dabei das steigende Überangebot auf dem Wohnungsmarkt und die allmählich dünner werdenden Auftragsbücher im Hoch- und Tiefbau.

Arbeitsmarkterholung bietet solide Grundlage für Wirtschaftswachstum

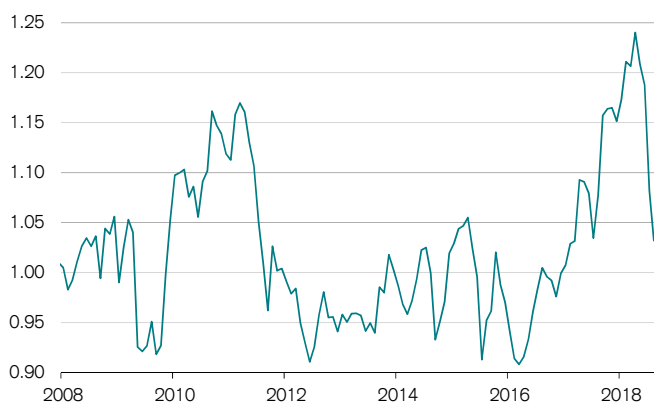
Der private Konsum dürfte 2019 solid, wenn auch weiterhin vergleichsweise verhalten zunehmen. Wir gehen von einer im Vergleich zu 2018 unveränderten Wachstumsdynamik aus (jeweils +1.4%). Vier Komponenten gaben dem Privatkonsum massgeblich Auftrieb: die Bevölkerungszunahme – und somit vor allem die Zuwanderung –, die Arbeitsmarktlage sowie die Stimmung und die Kaufkraft der Konsumenten. Die Zuwanderung hat sich mittlerweile auf tieferem Niveau stabilisiert; zusätzliche Wachstumsimpulse dieses bislang wichtigsten Wachstumstreibers sind demnach nicht zu erwarten (vgl. Seite 7). Die Arbeitsmarktlage hat sich jüngst rasch verbessert, und diese Verbesserung ist mittlerweile breit abgestützt. Die Beschäftigung dürfte auch 2019 zunehmen und die Arbeitslosigkeit weiter zurückgehen, was ein solides Fundament für eine robuste Wirtschaftsentwicklung ist. Dennoch verbessert sich die subjektiv wahrgenommene Arbeitsplatzsicherheit nur langsam, hinkt diese doch der Gesamtkonjunktur in der Regel hinterher (vgl. Abb.). Zudem dürften die ständigen Krisenmeldungen aus dem Ausland den Haushalten aufs Gemüt schlagen, was einer Verbesserung der Konsumentenstimmung enge Grenzen setzt. Gleichzeitig nimmt der Reallohn erneut nur verhalten zu, wie wir im Fokusartikel auf Seite 10 erläutern.

Eher positive als negative Überraschungen

Die breite Abstützung macht das Schweizer BIP-Wachstum bis zu einem gewissen Grad resistent gegen die globalen politischen Störfaktoren. Gegen einen etwaigen Einbruch der Weltwirtschaft wäre die offene Volkswirtschaft Schweiz jedoch auch nicht immun. Die Wahrscheinlichkeit für negative Überraschungen ist derzeit insgesamt aber wohl geringer als diejenige für positive. Dennoch gehen wir davon aus, dass der Wachstumswert des diesjährigen «Mini-Booms» im Jahr 2019 nicht mehr erreicht wird. Das Ende 2017 und Anfang 2018 verzeichnete perfekte Zusammenspiel von äusserst dynamischem Weltwirtschaftswachstum, überraschender Abwertung des CHF, tiefen Zinsen, Erholung des Arbeitsmarkts und Sondereffekten infolge der Sportgalas war bis auf Weiteres wohl eine einmalige Konstellation.

Weniger Engpässe dank Kapazitätsaufbau

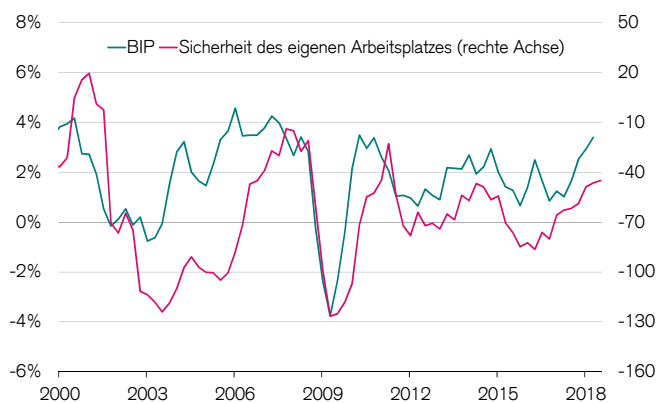
Verhältnis der PMI-Subkomponenten «Lieferfristen» und «Produktion»



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Keine Euphorie bezüglich Arbeitsmarkt

Bruttoinlandprodukt ggü. Vorjahr, real, umfragebasierte Einschätzung der Konsumenten, Index



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse

Inflation

Die Teuerung ist in den letzten Monaten auf etwas über 1% gestiegen. Knapp die Hälfte dieses Anstiegs ging auf höhere Ölpreise zurück. Derweil beschleunigte sich aber auch der Preisanstieg in anderen Bereichen, womit die Zeiten sinkender Preise vorbei sind. So stabilisierte sich beispielsweise das Preisniveau von Kommunikationsleistungen nach mehreren Jahren mit fallenden Preisen. Ein ähnlicher Trend zeichnet sich im Möbel- und Haushaltswarenssektor ab. Angesichts dieser Entwicklungen revidieren wir unsere Inflationsprognose für 2018 auf 1.0% nach oben (von 0.8%), belassen aber die Prognose für 2019 unverändert bei 0.7%.

Arbeitsmarkt

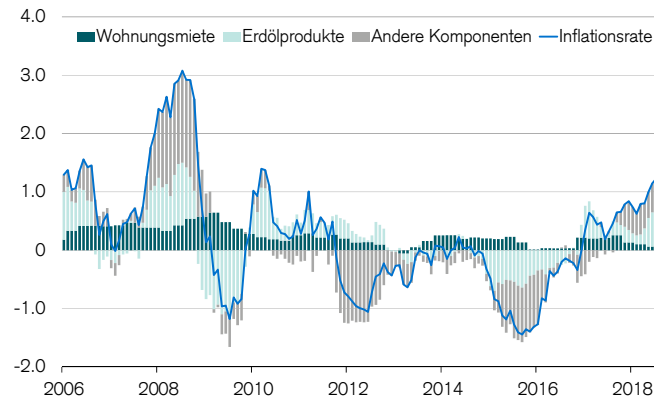
Der Rückgang der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registrierten Arbeitslosen hält an, sodass das Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) nun schon seit zwei Jahren mit positiven Nachrichten aufwarten kann. Gemäss Definition der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO), die auch nicht bei den RAV gemeldete Personen und somit insbesondere Langzeitarbeitslose besser erfasst, bildete sich die Arbeitslosenquote jedoch deutlich weniger stark zurück. In den letzten vier Quartalen ist sie sogar leicht gestiegen. Dies wirft zumindest die Frage auf, ob sich die Sockelarbeitslosigkeit, die sich auch bei Hochkonjunktur kaum zurückbildet, infolge des Währungsschocks von 2015 erhöht hat.

Zuwanderung

Die Zuwanderung in die Schweiz scheint allmählich einen Boden zu finden, nachdem sie im Sommer 2017 den tiefsten Stand seit 2007 erreicht hatte. Im 1. Quartal 2018 lag die Nettozuwanderung noch um rund 10% unter dem Vorjahresquartal, im 2. Quartal legte sie um 3.3% zu. Weiterhin negativ bleibt der Wanderungssaldo der Portugiesen, während Deutsche und Italiener zuletzt wieder häufiger den Weg in die Schweiz gefunden haben. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Migrationssaldo (Schweizer und Ausländer) von insgesamt rund 50'000 Personen.

Teuerungsanstieg stark durch Ölpreise getrieben

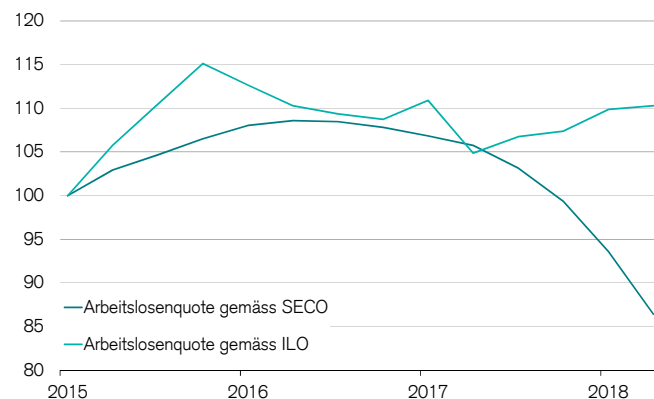
Veränderung ggü. Vorjahr, in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Höhere Sockelarbeitslosigkeit als noch vor 2015?

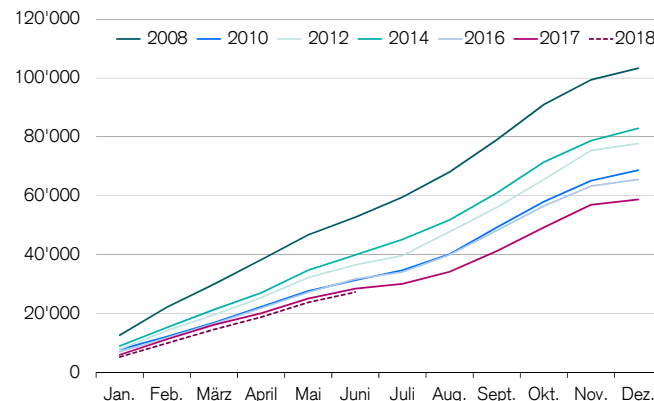
Indexierte Schweizer Arbeitslosenquoten, 1. Quartal 2015 = 100



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

Zuwanderung stabilisiert sich

Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung, kumuliert seit Jahresbeginn



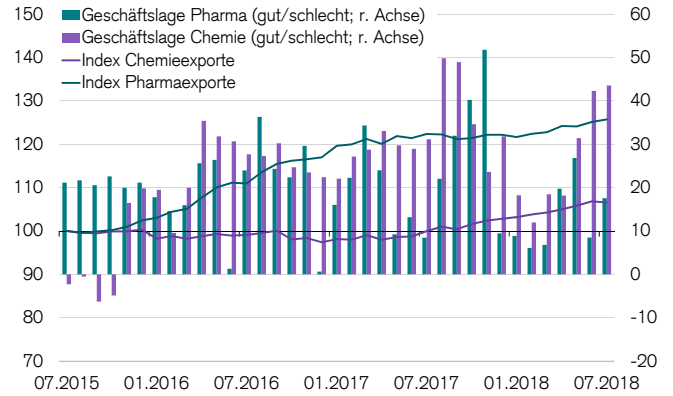
Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Chemisch-pharmazeutische Industrie

Die Exporte der chemischen Industrie nahmen im 2. Quartal 2018 um 10% zu, diejenigen der Pharmaindustrie um knapp 8% (jeweils ggü. Vorjahr). Dies geht vor allem in der chemischen Industrie mit einer sehr positiven Einschätzung der Geschäftslage einher. Wir rechnen für diese Branche in den kommenden Monaten und 2019 zwar erneut mit Wachstum, aufgrund einer leicht schwächeren Weltkonjunktur dürfte sich dieses aber verlangsamen. Die Pharmaindustrie profitiert zwar weiterhin vom demografisch bedingten Nachfragewachstum, Patentabläufe und Preisdruck dürften sich im kommenden Jahr aber dämpfend auswirken.

Dynamisches Wachstum im 2. Quartal 2018

Exporte: gleitender 12-Monats-Durchschnitt, Index: Juli 2015 = 100;
Geschäftslage: Anteil der befragten Unternehmen, Saldi in Prozentpunkten



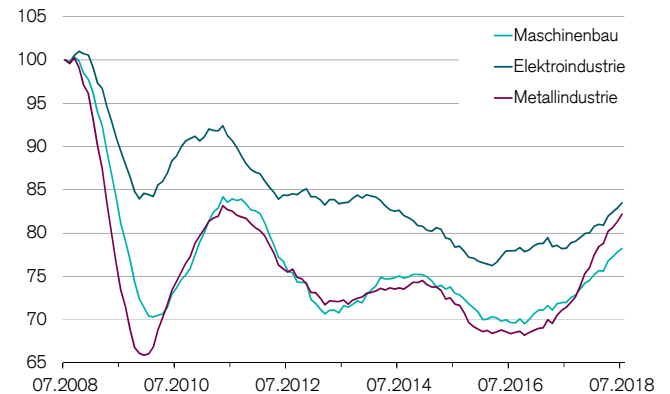
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, Credit Suisse

Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM)

Die MEM-Industrie konnte den Schwung vom Jahreswechsel auch ins 2. Quartal 2018 mitnehmen, stiegen die Exporte doch um fast 12% (ggü. der Vorjahresperiode). Entsprechend bewerten die Unternehmen ihre Geschäftslage nach wie vor mehrheitlich als gut oder befriedigend. Wir gehen davon aus, dass sich die Geschäftslage der MEM-Industrie auch in den kommenden Monaten und 2019 ansprechend präsentieren wird. Das Wachstum wird jedoch aufgrund der leicht schwächeren globalen Konjunkturdynamik und der politischen Unsicherheiten voraussichtlich tiefer ausfallen als in den letzten Monaten.

MEM-Exporte nach wie vor im Hoch

Exporte: gleitender 12-Monats-Durchschnitt, Index: Juli 2008 = 100



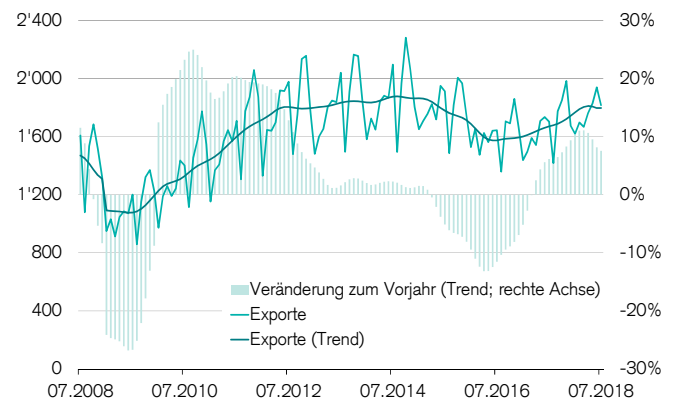
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Uhrenindustrie

Die Uhrenindustrie konnte ihre Ausfuhren auch im 2. Quartal 2018 deutlich steigern (+10% ggü. Vorjahr). Entsprechend beurteilt eine Mehrheit der von der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF) befragten Unternehmen die Geschäftslage momentan als gut oder doch mindestens befriedigend. Im Juni und Juli schwächte sich die Exportdynamik jedoch ab, und wir gehen davon aus, dass sich diese Entwicklung in den kommenden Monaten und 2019 fortsetzen wird. Nächstes Jahr könnte sich insbesondere ein leicht schwächeres Wirtschaftswachstum in den wichtigen Absatzmärkten Hongkong, China und USA negativ auf das Umsatzwachstum der Branche auswirken.

Starkes 1. Halbjahr 2018, Dynamik schwächt sich aber ab

Exporte (Monatswerte) in CHF Mio., Veränderung ggü. Vorjahr, in % (Trend)



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Detailhandel

Im Detailhandel stiegen die Umsätze im 2. Quartal 2018 um 2% (ggü. Vorjahr). Neben einem starken Plus von 2.9% im Food-Handel verzeichnete auch der Non-Food-Handel ein Wachstum von 0.6%, obschon die Umsätze des Bekleidungshandels erneut rückläufig waren. Das insgesamt robuste Wachstum (das in diesem Ausmass zuletzt 2012 erreicht wurde) war indessen auch gewissen für den Handel positiven Sondereffekten wie der Fussball-WM oder dem schönen und heissen Wetter zuzuschreiben. Die Umsatzentwicklung dürfte daher in den kommenden Monaten wieder etwas an Schwung verlieren, zumal sich darüber hinaus die Konsumentenstimmung leicht eintrüben sollte.

Tourismus

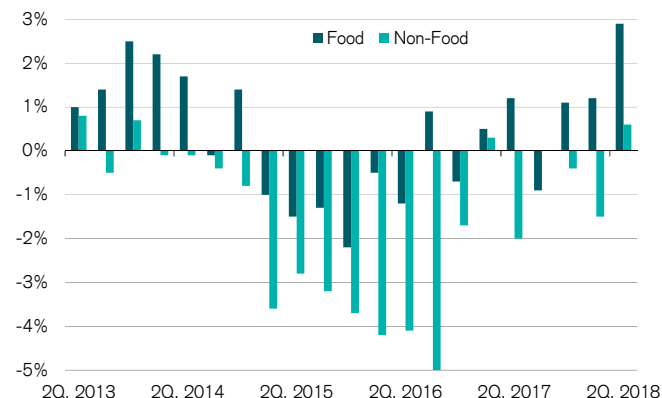
Das seit Mitte 2017 dynamische Wachstum der Logiernächte setzte sich im Frühsommer 2018 fort. Besonders der Alpenraum profitierte vom sonnigen und heissen Sommer. So konnten die Bergbahnen im Mai bis Juli ihre Umsätze relativ zum Vorjahr um fast 10% steigern. Entsprechend ist die Stimmung in der Branche so gut wie seit Jahren nicht mehr. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass sich dieses starke Wachstum 2019 wiederholen wird, da es hierfür erneut sowohl einen sehr schneereichen Winter als auch einen heissen Sommer bräuchte. Ausserdem bleibt die Konjunkturdynamik 2019 zwar voraussichtlich solid, sie dürfte sich aber etwas abschwächen.

Informationstechnologie (IT)

Die Geschäftslage in der IT-Branche hat sich auf hohem Niveau etwas abgekühlt. Der Swico ICT Index, der die Erwartungen der Schweizer IT-Firmen bezüglich Umsatz-, Auftragseingangs- und Margenentwicklung im laufenden Quartal zusammenfasst, ging im 3. Quartal 2018 etwas zurück, liegt aber nach wie vor auf einem hohen Niveau. Zurzeit profitiert die Branche von der guten Geschäftslage wichtiger Abnehmerbranchen, und der anhaltende Trend zur Digitalisierung dürfte auch 2019 eine starke Nachfrage nach IT-Dienstleistungen mit sich bringen. Der Fachkräftemangel wirkt jedoch weiterhin bremsend.

Wachstum durch Sondereffekte verstärkt

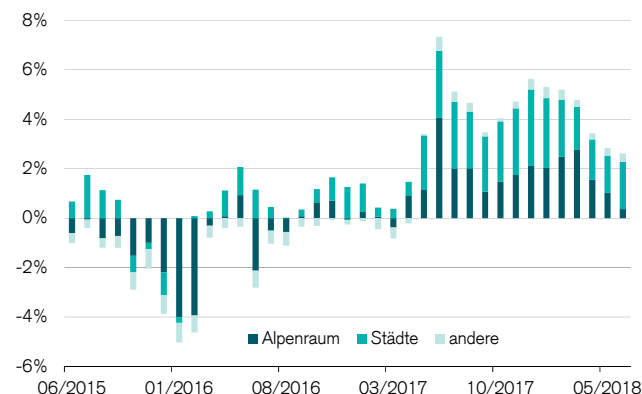
Nominale Detailhandelsumsätze, Wachstum ggü. Vorjahresquartal, in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Tourismus profitiert vom heissen Sommer

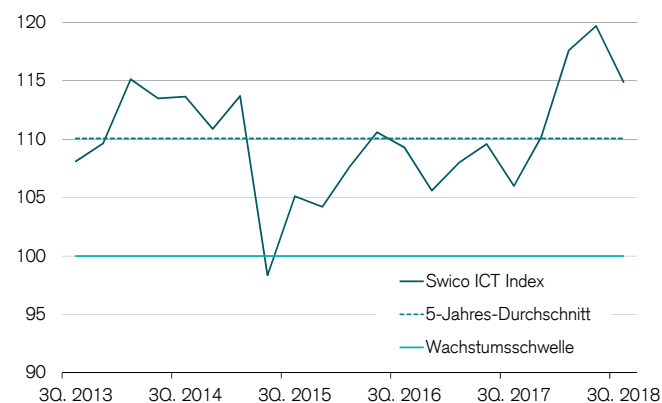
Logiernächte, gleitender 3-Monats-Durchschnitt, Wachstum ggü. Vorjahr, in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Stimmung auf hohem Niveau etwas schlechter

Stimmungsindex: > 100 = Verbesserung, < 100 = Verschlechterung ggü. Vorquartal



Quelle: Swico, Credit Suisse

Vorerst verhaltener Lohnanstieg

Aus konjunktureller Sicht ist mit einem etwas stärkeren Lohnwachstum zu rechnen. Der Schweizer Arbeitsmarkt ist aber von Lohnzurückhaltung geprägt. Trotzdem erhalten die Erwerbstätigen dank Vollbeschäftigung einen hohen Anteil des Bruttoinlandsprodukts.

Lohnzuwachs war nach der Finanzkrise nominal tief, aber real hoch

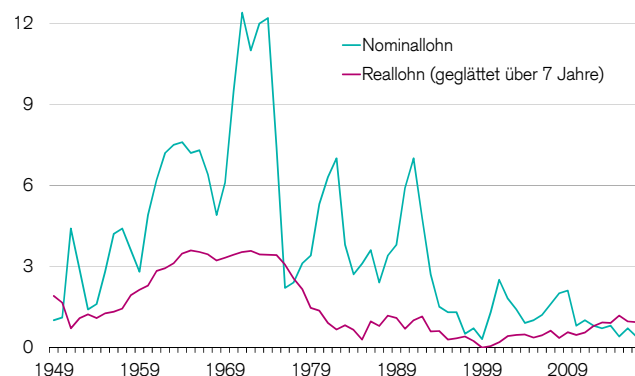
Das Portemonnaie füllte sich zuletzt nur noch langsam: Seit der Finanzkrise sind die Nominallöhne hierzulande im Durchschnitt um weniger als 1% pro Jahr gestiegen. 2017 betrug der Anstieg sogar nur 0.4% – seit Beginn der Lohnerhebung 1943 war die Zunahme einzig 1999 noch schwächer (vgl. Abb. links). Auch in der Europäischen Union und den USA stiegen die Nominallöhne seit der Finanzkrise äusserst verhalten, hat sich doch das Lohnwachstum beidseits des Atlantiks beinahe halbiert. Anders sieht das Bild aus, wenn die Kaufkraft der Löhne betrachtet wird: Diese ist insbesondere in der Schweiz bis vor kurzem stärker gestiegen als in den rund 30 Jahren davor, in denen sie ähnlich wie das Wirtschaftswachstum tendenziell an Dynamik verloren hatte. Die (um die Inflation bereinigten) Reallöhne nahmen hierzulande von 2009 bis 2016 so stark zu wie zuletzt Ende der 1970er-Jahre – dem nach der globalen Finanz- und Eurokrise sinkenden Preisniveau sei Dank. Seit 2017 steigt das Preisniveau aber wieder, und der durchschnittliche Reallohn sank deshalb letztes Jahr sogar leicht (-0.1%). Für höhere Reallöhne bedürfte es somit eines beschleunigten Nominallohnwachstums – eine Entwicklung, die jüngst in den USA und Europa zu beobachten ist, wenn auch erst verhalten.

Sinkende Arbeitslosigkeit ist kein Garant für raschere Lohnsteigerungen

Zur Bereicherung der hierzulande sicherlich ebenfalls aufkommenden Lohndiskussion werfen wir einen Blick über kurzfristige Lohnrunden hinaus auf Faktoren, welche die zukünftige Lohnentwicklung nachhaltig prägen könnten. Ein für die mittelfristige zyklische Analyse oft verwendetes Instrument ist die sogenannte Phillips-Kurve (vgl. Abb. rechts), die Lohnveränderungen in Beziehung zur Knappheit am Arbeitsmarkt stellt. Diese Kurve hat sich seit Mitte der 1990er-Jahre sukzessive dem Ursprung genähert und sich jüngst deutlich verflacht. Dies deutet darauf hin, dass die Nominallöhne heute weniger stark auf sinkende Arbeitslosenquoten reagieren als in früheren Perioden. Zur Erklärung dieses auch in anderen Ländern zu beobachtenden Phänomens stehen zwei Hypothesen im Vordergrund: Erstens, dass die Arbeitnehmer ein grösseres Vertrauen in die Fähigkeit der Geldpolitik haben, die Teuerung tief zu halten, bzw. dass sie sich mittlerweile sogar an ein stagnierendes oder gar sinkendes Preisniveau «gewöhnt» haben. Zweitens, dass es den Arbeitnehmern trotz grösserer «Knappheit» nicht gelingt, höhere Lohnforderungen durchzusetzen, weil ihre Verhandlungsmacht geringer geworden ist. Die im Trend rückläufigen Mitgliederzahlen der Gewerkschaften, aber auch Faktoren wie Automatisierung, Auslagerung und erleichterte Migration werden hierfür häufig als Gründe ins Feld geführt.

Nominallohnwachstum hat weiter an Dynamik verloren

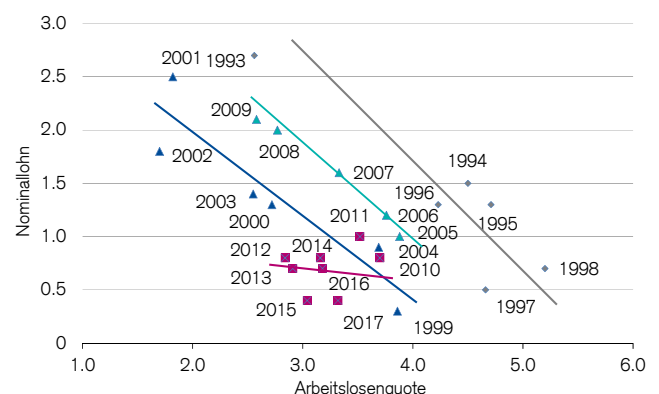
Nominallohnwachstum in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Phillips-Kurve ist flacher geworden

Veränderung Nominallohn relativ zur Arbeitslosenquote, in %. Phillips-Kurven: 1993 bis 1998 grau, 1999 bis 2004 blau, 2005 bis 2009 türkis, 2010 bis 2017 magenta



Quelle: Bundesamt für Statistik, Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco), Credit Suisse

Ob strukturelle Veränderungen wie Automatisierung, Digitalisierung ...

Inwieweit derartige strukturelle Veränderungen das zyklische Lohnverhalten tatsächlich nachhaltig beeinflussen, ist sehr schwierig abzuschätzen. Unter anderem ist die These, dass Automatisierung und Digitalisierung zu anhaltendem Abwärtsdruck auf die Löhne führen, zu hinterfragen. Zwar haben wir in Anlehnung an eine Studie des Deutschen Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung für die Schweiz berechnet, dass heute das Automatisierungspotenzial bei etwa 50% der Erwerbstätigen theoretisch «mittelgross» und bei 6% sogar «hoch» ist, aber dies bedeutet keineswegs, dass ein Grossteil dieser Jobs von einer unmittelbaren Rationalisierung bedroht ist. Denn dies wäre aus betriebswirtschaftlicher Sicht kaum machbar – nicht zuletzt, weil es hoher Investitionsausgaben seitens der Unternehmen bedürfte. Zudem berücksichtigt die These nicht, dass gerade der technische Fortschritt neue Jobprofile in Hochlohnbereichen schafft. Die Digitalisierung dürfte also den Druck auf gewisse Arbeitsplätze tatsächlich erhöhen, in der Summe aber wohl das Lohnniveau steigern.

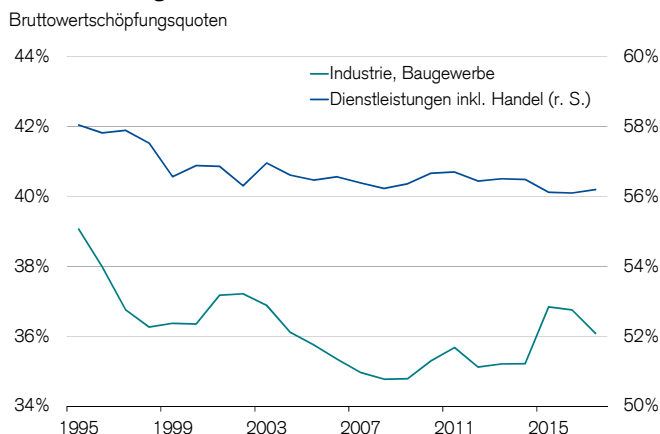
... oder Auslagerungen das zyklische Verhalten von Löhnen beeinflussen, ist unklar

Ebenso unklar ist, ob Auslagerungen den Abwärtsdruck auf die Löhne strukturell erhöhen. Ein Mass für den Grad der Auslagerung von Tätigkeiten ins Ausland ist die Bruttowertschöpfungsquote, definiert als Quotient von Bruttowertschöpfung und Bruttoproduktionswert (vgl. Abb. links). Eine sinkende Quote deutet auf eine Zunahme der Vorleistungen und damit auf eine gestiegene Arbeitsteilung hin, die mit der Auslagerung von Aktivitäten einhergeht (wobei eine abrupte Aufwertung des CHF die Quote rein rechnerisch kurzfristig erhöhen kann). Allerdings sind die Löhne in vielen Zielländern (z.B. in Osteuropa) in den vergangenen Jahren stark gestiegen, was die Attraktivität von Auslagerungen mindert. Zudem erlaubt gerade die zunehmende Automatisierung zum Teil ein «Reshoring» der Produktion. Viel zentraler ist jedoch der Punkt, dass Auslagerungen typischerweise Jobs mit eher tieferen Löhnen betreffen. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass die Jobs mit hohen Löhnen eher in der Schweiz verbleiben.

Auch die Personenfreizügigkeit scheint nur begrenzten Einfluss auf Lohnentwicklung zu haben

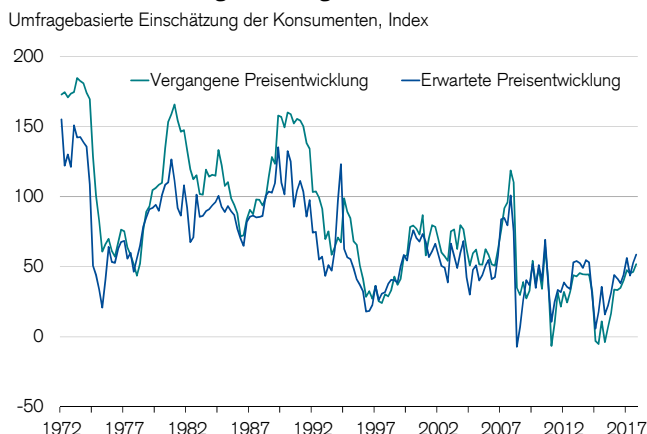
Auch der Einfluss der erleichterten Migration auf das Schweizer Lohnniveau wird seit Jahren kontrovers diskutiert. Der Observatoriumsbericht des Bundes zum Freizügigkeitsabkommen Schweiz – EU findet zwar keinen generellen und direkten Lohndruck infolge der Migration, im oberen Segment der Lohnskala habe diese aber einem steileren Lohnwachstum entgegengewirkt. Schliesslich hat sich auch die Rolle der Gewerkschaften in der Schweiz in den letzten Jahrzehnten nicht stark verändert – dies etwa im Gegensatz zu anderen Ländern, wo deren Einfluss tendenziell abgenommen hat. Insgesamt sind die Beziehungen zwischen Arbeitgeber- und Arbeitnehmerorganisationen in der Schweiz weiterhin von grosser Kompromissbereitschaft geprägt. Als Hauptgrund für die jüngste Verflachung der Phillips-Kurve sehen wir deshalb nicht strukturelle Veränderungen, sondern die seit der Finanzkrise weiter gesunkenen – und auf tiefem Niveau verankerten – Inflationserwartungen. Sowohl die Umfragen (vgl. Abb. rechts) als auch die extrem tiefen Zinsen deuten darauf hin, dass sich dies in nächster Zeit kaum ändern wird.

Arbeitsteilung nimmt auch bei Dienstleistern zu



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Inflationserwartungen sind gut verankert



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco), Credit Suisse

Der lohnpolitische Verteilungsspielraum wird in der Schweiz tendenziell nicht voll ausgenutzt

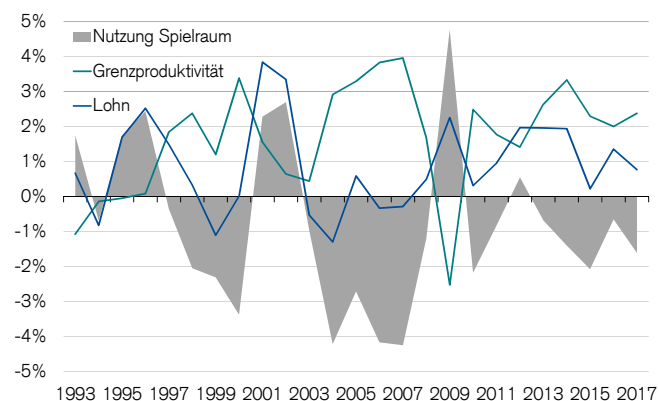
Die Phillips-Kurve ist zwar flacher geworden, sie verläuft aber nicht horizontal. Dies deutet darauf hin, dass die Löhne angesichts der von uns erwarteten Fortsetzung des Wirtschaftsaufschwungs und der damit einhergehenden weiteren Verknappung am Arbeitsmarkt allmählich steigen werden. Allerdings erwarten wir weiterhin eine sehr verhaltene Entwicklung. Ein wichtiger Grund dafür scheint eine in der Schweiz langfristig verankerte und systematische Lohnzurückhaltung zu sein – oder anders gesagt: eine systematische Nichtausnutzung des lohnpolitischen Verteilungsspielraums. Um diese These zu illustrieren, bietet sich ein Vergleich der Lohnsteigerungen mit der Zunahme der Grenzproduktivität der Arbeit an. In einer wirtschaftswissenschaftlichen Modellwelt sollten sich diese beiden Grössen entsprechen, sofern die Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital optimal eingesetzt sind. Die Abbildung links unten gibt unsere Schätzungen darüber wieder, inwieweit die Löhne seit der Lohnrunde 1993 tatsächlich diese (Grenz-)Produktivität widerspiegeln haben. Dabei signalisieren positive Werte einen überzogenen und negative Werte einen nicht ausgeschöpften Verteilungsspielraum. Offenbar ist dieser in der Mehrzahl der Fälle nicht ausgeschöpft worden. Dass dies tatsächlich ein langfristiges Merkmal des Schweizer Arbeitsmarkts darstellt, können wir allerdings nicht vollends nachweisen. Zu interpretieren wäre es so, dass die Beschäftigten in der Schweiz generell bereit sind, kurzfristig auf maximale Lohnsteigerungen zu verzichten, um das Risiko der Erwerbslosigkeit zu reduzieren und damit zur Sicherung des langfristigen Wohlstands beizutragen.

Erwerbstätige erhalten insgesamt einen rekordhohen Anteil des BIP

Jedenfalls hat diese Lohnzurückhaltung – gewollt oder ungewollt – positive Beschäftigungsimpulse ausgelöst. Nur in den Rezessionen Anfang der 1990er-Jahre, nach der Jahrtausendwende und nach der Finanzkrise ist es zu einer beschäftigungshemmenden «Überziehung» des Verteilungsspielraumes gekommen, d.h. die Löhne fielen damals nicht rasch genug, um die Vollbeschäftigung aufrechtzuerhalten. Ansonsten dürften der grundlegende tarifäre Kurs und die gute Verfügbarkeit von qualifizierten Arbeitskräften nebst dem zyklisch hohen ausländischen Arbeitskräfteangebot die Hauptgründe dafür gewesen sein, dass die Zahl der Arbeitskräfte hierzulande auch seit der Finanzkrise und trotz Rezession und Frankenaufwertungsschock weiter beträchtlich zugenommen hat. Das Beschäftigungswachstum war dabei nicht nur der zentrale Treiber für das überdurchschnittlich starke Wirtschaftswachstum, sondern auch mitverantwortlich dafür, dass der Anteil an der gesamten Wirtschaftsleistung, der als Löhne und Sozialleistungen ausbezahlt wird, auf einen neuen Rekordstand kletterte. Die Abbildung rechts unten zeigt die Verteilungsseite des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Offensichtlich hat die gesamte Lohnsumme (gemessen am Arbeitnehmerentgelt) in den letzten Jahren deutlich stärker zugelegt als die Unternehmensgewinne (gemessen an den Nettobetriebsüberschüssen). Im langjährigen Durchschnitt lag der Anteil des BIP, der in Form von Löhnen oder Sozialleistungen ausbezahlt wurde, bei rund 57%. Seit Anfang 2011 erhöhte sich dieser Anteil bis im 4. Quartal 2016 auf einen Rekordwert von beinahe 60%. Seither ist er nur marginal gesunken.

Lohnpolitischer Verteilungsspielraum selten genutzt

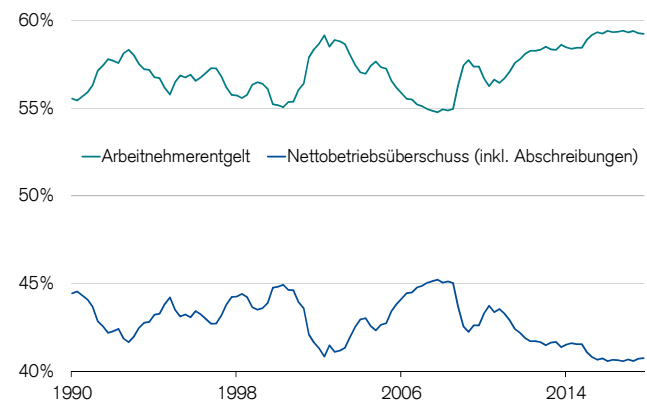
Grenzproduktivität der Arbeit und Lohnindex pro Stunde, Veränderung in % (real)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Arbeitnehmeranteil des BIP auf Rekordstand

Anteil am Bruttoinlandsprodukt (BIP)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Mit diesem positiven Bild für die Summe aller Arbeitnehmer steht die Schweiz im internationalen Vergleich übrigens fast alleine auf weiter Flur: Einzig in Island ist die Arbeitnehmerentgeltquote annähernd so hoch wie in der Schweiz, und nur in Norwegen ist sie seit der Finanzkrise stärker gestiegen als hierzulande. In den USA beispielsweise ist sie in der entsprechenden Zeit sogar beträchtlich gesunken.

Verflachung des Beschäftigungswachstums und höheres Lohnwachstum zu erwarten, ...

Vorwärtsblickend scheint es aus mehreren Gründen wahrscheinlich, dass das Beschäftigungswachstum in der Schweiz eher abflachen wird. Erstens steht der Schweiz, wie in anderen hochentwickelten Ländern auch, eine Pensionierungswelle der Babyboomer bevor. Zweitens ist die Beschäftigungsquote in der Schweiz bereits sehr hoch: Etwa 80% der erwerbstätigen Bevölkerung ist derzeit – zumindest teilweise – beschäftigt. Und drittens wird sich wohl die Zuwanderung von Arbeitskräften aus dem Ausland wegen der Verbesserung der Arbeitsmarktlage in Europa nicht mehr markant beschleunigen. Das Arbeitskräfteangebot sollte sich also in Zukunft nicht nur aufgrund der vorstehend erwähnten erwarteten robusten Konjunktur verknappen. Angesichts dieser zu erwartenden Verknappung der Arbeitskräfte müsste das Wirtschaftswachstum jedoch durch Produktivitätssteigerungen generiert werden. Sollte dies gelingen, würden die Reallöhne wieder nachhaltig und deutlich zu steigen beginnen. In Anbetracht der hierzulande substantiellen Hürden für ein schnelleres Produktivitätswachstum (deren Senkung beispielsweise Liberalisierungen im Binnensektor bedingen würde) gehen wir aber von einer trotz Arbeitskräfteknappheit nur leichten Beschleunigung des Produktivitätswachstums in den kommenden Jahren aus. Reallohnsteigerungen von knapp über 1% scheinen uns realistisch, wobei der Lohnzuwachs in Jahren, in denen die Teuerung erneut überraschend tief ausfällt, durchaus deutlich höher sein dürfte. Schwierig vorherzusehen ist zudem, ob die systematische Lohnzurückhaltung auch bei grösserer Arbeitskräfteknappheit Bestand haben wird.

... 2019 dürfte das Reallohnplus aber noch verhalten ausfallen

Einfacher zu prognostizieren scheint angesichts der oben identifizierten lohndämpfenden Faktoren die Entwicklung für das kommende Jahr zu sein. Das Nominallohnwachstum sollte zwar etwas stärker ausfallen als 2018, die positive Teuerung (Prognose: +0.7%) wird aber den realen Zuwachs einschränken. Insgesamt rechnen wir für 2019 mit einer Nominalloohnerhöhung um 1% und einer Realloohnerhöhung um 0.3%.

«Fragil» definiert

Die «fragile» Lage am Devisenmarkt hält die SNB auf Trab, doch Indikatoren legen nahe, dass diese potenzielle «Fragilität» nicht CHF-spezifisch ist.

SNB konzentriert sich auf «Fragilität» der Währungssituation

Seit September 2017 bezeichnet die Schweizerische Nationalbank (SNB) die Lage am Währungsmarkt als «fragil». Sie argumentiert, dass diese «Fragilität» in Verbindung mit der «hohen Bewertung» des CHF ihre Negativzinspolitik und ihre Bereitschaft zu Interventionen am Devisenmarkt rechtfertigt. Indessen hat die SNB nie offiziell definiert, was genau sie unter einer «fragilen» Währungssituation versteht. Wir haben zwei Indikatoren analysiert, die tatsächlich signalisieren, dass sich die Lage am Devisenmarkt verändert hat. Allerdings legen diese Indikatoren auch nahe, dass sich diese Veränderungen nicht auf den CHF beschränken.

Rückläufige Umsätze am Devisenmarkt

Erstens ist die Geld-Brief-Spanne gestiegen, d.h. die Differenz zwischen dem höchsten Preis, den ein Käufer zu zahlen bereit ist, und dem tiefsten Preis, zu dem ein Verkäufer zu verkaufen bereit ist. Dies ist nicht nur beim Währungspaar EUR/CHF der Fall, sondern auch bei den G10-Währungen¹ im Allgemeinen. Obwohl der Devisenmarkt höchst liquid ist, könnte dies auf eine abnehmende Liquidität hinweisen. Gemäss einer alle drei Jahre durchgeführten Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) sind die Umsätze am Spotmarkt für Währungstransaktionen zwischen 2013 und 2016 tatsächlich um fast 20% gefallen.

Optionsmarkt signalisiert höhere Wahrscheinlichkeit für eine CHF-Aufwertung als eine CHF-Abwertung

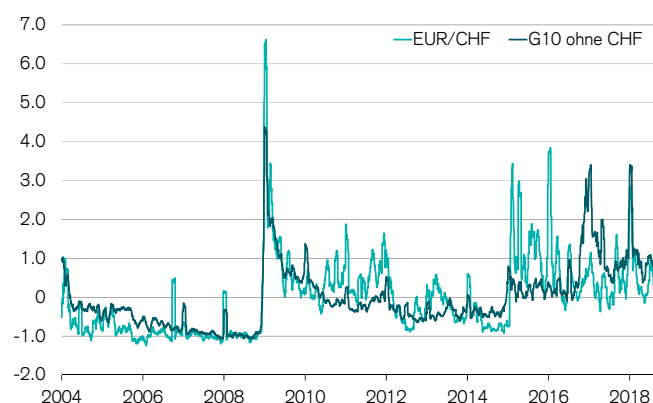
Zweitens sind sogenannte Risk Reversals auf den EUR/CHF-Kurs seit Januar 2015 negativ (sie waren auch bis Ende 2012 meist negativ). Risk Reversals leiten sich aus dem Optionsmarkt ab: Bei einem negativen Wert ist eine Put-Option teurer als eine vergleichbare Call-Option. Ein Rückgang des Wechselkurses ist in diesem Fall wahrscheinlicher als ein Anstieg in ähnlichem Ausmass. Aus Sicht der SNB würde ein negativer Risk Reversal auf den EUR/CHF- oder den USD/CHF-Kurs wohl eine «fragile» Situation beschreiben, weil der CHF dann gegenüber dem EUR oder dem USD wohl mit höherer Wahrscheinlichkeit auf- als abwerten würde. Allerdings haben Risk Reversals seit der Finanzkrise nur selten nahe null notiert, und zwar nicht nur mit Blick auf die Währungspaare EUR/CHF und USD/CHF, sondern auch EUR/USD.

Wie stark hat die SNB selbst zur «Fragilität» der Währungssituation beigetragen?

Die Identifikation der Ursachen für diese Veränderungen würde den Rahmen dieses Beitrags sprengen. Indes hat die Aufhebung des EUR/CHF-Mindestkurses durch die SNB im Januar 2015 laut BIZ die Risikoaversion am Devisenmarkt erhöht und könnte damit die erläuterten Trends angestossen haben. Ironischerweise könnte die SNB folglich selbst zu dieser «Fragilität» der Währungssituation beigetragen haben, die sie seither so intensiv beschäftigt ...

Höhere Geld-Brief-Spanne am Devisenmarkt

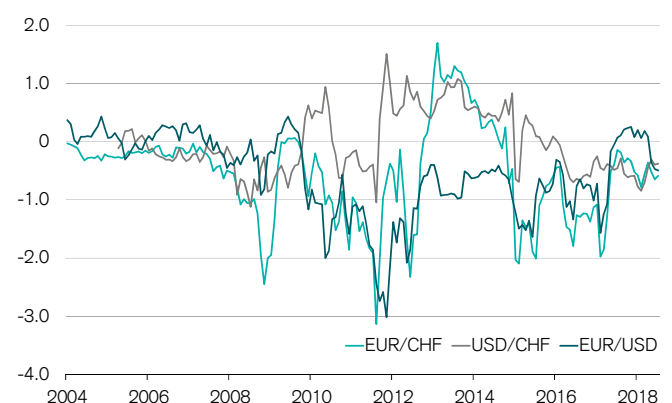
Z-Scores der gleitenden 10-Tage-Durchschnitte der Geld-Brief-Spannen



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

Risk Reversals auf EUR/CHF zurzeit negativ

Volatilität 3-monatiger Risk Reversal (25 Delta)



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

¹ EUR, JPY, GBP, AUD, CAD, CHF, NZD, NOK und SEK, alle gegenüber dem USD.

Devisenmarktinterventionen

Wir finden seit Juli 2017 keinerlei Hinweise auf bedeutende Fremdwährungskäufe durch die SNB. Dies könnte politische Folgen haben: Die Schweiz könnte aus der vom US-Finanzministerium erstellten Liste der als potenzielle «Währungsmanipulatoren» zu überwachenden Länder gestrichen werden. Die Schweiz wurde im Oktober 2016 auf diese Liste gesetzt, weil sie zwei der drei US-Kriterien erfüllt hatte: Sie hatte einen Leistungsbilanzüberschuss von mehr als 3% des Bruttoinlandprodukts (BIP) erwirtschaftet und in zwölf Monaten Devisenmarktinterventionen von mehr als 2% des BIP getätigt. Eine Entfernung der Schweiz aus dieser Liste würde zwar die internationale Aufmerksamkeit auf die hiesige Geldpolitik mindern, sollte aber ansonsten kaum konkrete Konsequenzen haben.

Aufschlüsselung der Fremdwährungsreserven

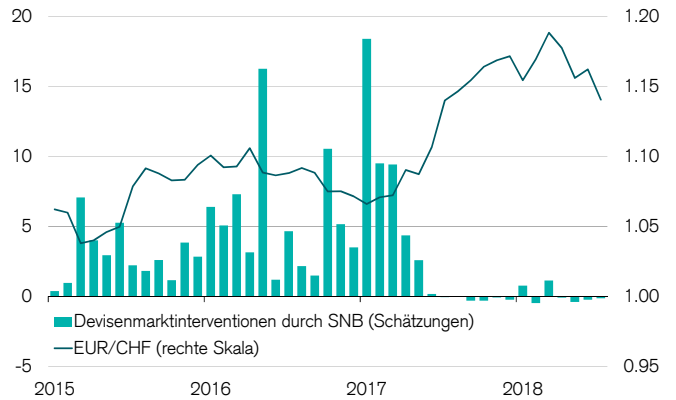
Die SNB reduzierte die Allokation ihrer Fremdwährungsreserven in EUR von 40.9% im 1. Quartal 2018 auf 39.9% im 2. Quartal 2018 (ohne Derivate). Dies ist der niedrigste Stand seit dem 4. Quartal 1999. Derweil wurde die USD-Allokation von 35.0% auf 36.3% erhöht (ohne Derivate), was dem höchsten Wert seit dem 2. Quartal 2005 entspricht. Die restlichen Reserven entfielen auf den JPY (7.7%), das GBP (6.3%), den CAD (2.9%) und andere Währungen (6.9%).

CHF-Bestände von Auslandbanken

Auslandbanken reduzierten ihre CHF-Einlagen bei Banken in der Schweiz und bei der SNB im März und April 2018 – also in einer Phase, in welcher der CHF gegenüber dem EUR abwertete. Demgegenüber scheint die Aufwertung des CHF im Mai 2018 nicht durch Safe-Haven-Zuflüsse in die Schweiz bedingt gewesen zu sein, zumal die Auslandbanken ihre CHF-Bestände in diesem Monat nicht aufstockten. Dennoch halten Auslandbanken weiterhin umfangreiche CHF-Bestände in der Schweiz. Dies signalisiert, dass die internationale Nachfrage nach CHF hoch bleibt.

Keine weiteren Fremdwährungskäufe

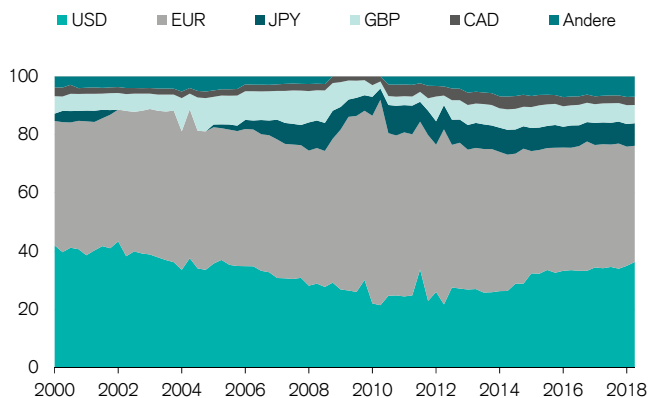
In CHF Mrd.; EUR/CHF-Wechselkurs (rechte Skala)



Quelle: Datastream, SNB, Credit Suisse

Weniger EUR, mehr USD

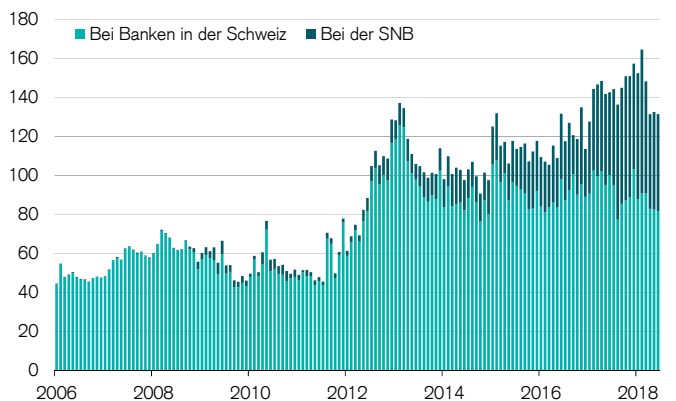
Allokation der Fremdwährungsreserven, in %



Quelle: SNB, Credit Suisse

Ausländische Banken in der Schweiz halten weniger CHF

CHF-Einlagen ausländischer Banken, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

Werte der Millennials – ein Supertrend mit Potenzial

Die Babyboom-Jahrgänge werden in den kommenden Jahrzehnten Billionen an finanziellen Mitteln an ihre Nachkommen – die Millennials – übertragen. Deren Werte gewinnen damit auch aus Anlegersicht an Bedeutung.

Die Jungen übernehmen

50% der Weltbevölkerung sind unter 34 Jahre alt. Die Wertvorstellungen dieser Generation – wir bezeichnen sie als Millennials – dürften zunehmend zur Norm werden. Wir haben daher die Werte der Millennials als einen von fünf Supertrends definiert. Die Supertrend-Themen werden unseres Erachtens in den kommenden Jahren eine dominierende Rolle spielen und attraktive Anlagegelegenheiten bieten.

Hohes Gewicht der Schwellenländer

Die Millennials sind unter anderem eine digitale, globale, umweltfreundliche und soziale Generation. Marken, die sich an den Werten der Millennials orientieren, konnten ihre entsprechenden Gesamtmärkte 2017 hinter sich lassen. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend fortsetzen wird. Ein besonderes Merkmal der Millennials besteht darin, dass der Grossteil von ihnen infolge der globalen demografischen Entwicklung aus den Schwellenländern kommt. In China leben besonders viele Millennials. Eine Umfrage des Credit Suisse Research Institute unter Konsumenten aus Schwellenländern hat jüngst bekräftigt, dass diese besondere Erlebnisse und einen Lebensstil schätzen, der sich um Spass, Gesundheit und Freizeit dreht.

Millennials prägen den Onlinekonsum

Weltweit übernehmen Millennials eine führende Rolle als Onlinekonsumenten. Millennials gehen zudem tendenziell bewusster mit ihrer Umwelt um. Es wird nicht zuletzt dieser Generation zu verdanken sein, dass Elektrofahrzeuge, saubere Energie sowie ökologische und soziale Anlagen zunehmend Verbreitung finden. Nachhaltigkeit ist ein wichtiger Wert für Millennials. Unternehmen müssen zunehmend beweisen, dass sie einen positiven Beitrag für die Gesellschaft leisten, wenn sie Millennials zum Kauf ihrer Produkte bewegen wollen.

Wahre Digital Natives

Millennials verändern auch die Art und Weise, wie Geschäfte getätigt werden. Als wahre «Digital Natives» sind Millennials mit unmittelbarem Zugriff auf Informationen aufgewachsen und erwarten einen solchen auch im Zusammenhang mit erworbenen Gütern und Dienstleistungen. Daher besteht nach wie vor grosser Spielraum für eine vermehrte Nutzung der Digitalisierung in der Werbung, im Detailhandel oder in den Medien.

Eigene Work-Life-Balance

Millennials haben nicht nur eigene Vorstellungen von Work-Life-Balance und Selbstverwirklichung, sondern verfolgen auch eigene Konzepte im Hinblick auf ihre Wohnsituation. Sie interessieren sich wenig für die Vorstadthäuser ihrer Eltern. Zu ihren Prioritäten zählen der Zugang zu öffentlichen Verkehrsmitteln, zu Fuss erreichbare Einkaufsmöglichkeiten und die Nähe zum Arbeitsplatz. Millennials bevorzugen also ein städtisches Leben.

Wohnbautätigkeit

Die Bautätigkeit auf dem Schweizer Wohnungsmarkt bleibt auf sehr hohem Niveau. Dies ist der ungebrochen starken Nachfrage nach Anlageimmobilien zu verdanken. Alleine in den letzten zwölf Monaten wurde der Bau von 29'000 Mietwohnungen bewilligt. Folglich werden auch 2019 und 2020 weiterhin ausserordentlich viele neue Mietwohnungen auf den Markt kommen. Dagegen ist die Anzahl bewilligter Wohneinheiten bei Wohneigentum nach wie vor rückläufig. In den letzten zwölf Monaten gingen noch Bewilligungen für 13'600 Eigentumswohnungen sowie 7200 Einfamilienhäuser ein. Damit liegt die Ausweitung bei Wohneigentum weiter unter dem derzeitigen Nachfragepotenzial.

Wohneigentum

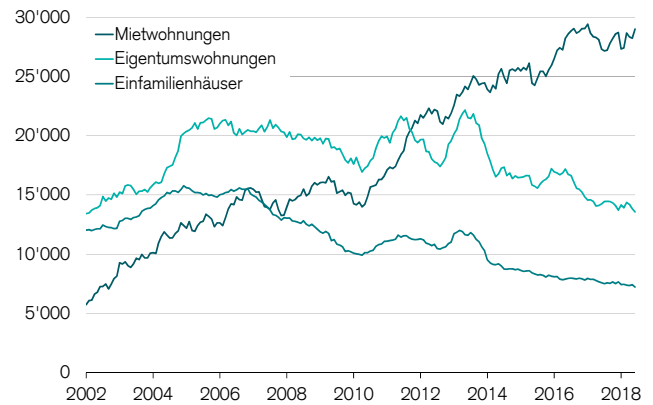
Das Preiswachstum bei Wohneigentum hält an, verlor jüngst aber wieder etwas an Dynamik. Im Vergleich zum Vorjahresquartal legten die Preise für Eigentumswohnungen um 3.0% zu. Das Plus bei Einfamilienhäusern fiel mit 2.6% nur unwesentlich geringer aus. Dank der sehr guten konjunkturellen Lage, der nach wie vor tiefen Hypothekenzinsen sowie einer rückläufigen Neubautätigkeit erwarten wir auch in den kommenden Quartalen einen Preisanstieg. Dieser dürfte aber etwas hinter den jüngst verzeichneten Prozentwerten zurückbleiben.

Mietwohnungen

Bereits seit rund drei Jahren sind in Online-Wohnungsinseraten rückläufige Mietpreise festzustellen – was der sinkenden Zuwanderung bei gleichzeitig hoher Bautätigkeit zuzuschreiben ist. Inzwischen deuten auch die tatsächlich abgeschlossenen Mietverträge auf sinkende Mieten hin. Die Abschlussmieten sind im 2. Quartal 2018 im Vorjahresvergleich erstmals seit fast zwölf Jahren gefallen, und zwar um 1.2%. Wer in der Schweiz heute einen Mietvertrag abschliesst, muss im Mittel dennoch mit einem Mietzuwachs von rund 17% gegenüber 2005 rechnen, in den Grosszentren sogar mit einem solchen von 23%.

Mietwohnungsbau weiterhin im Hoch

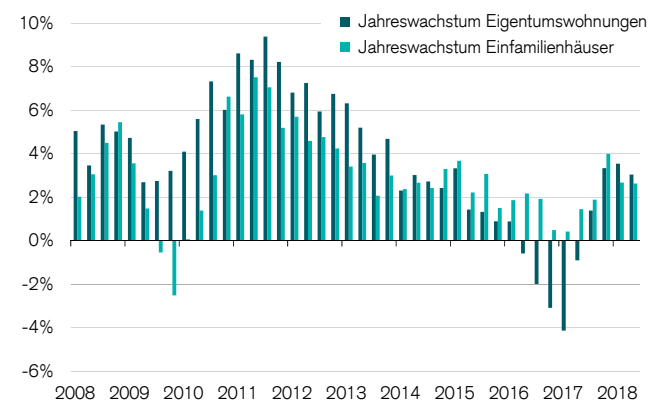
Baubewilligungen in Anzahl Wohneinheiten, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Preise für Wohneigentum weiter im Plus

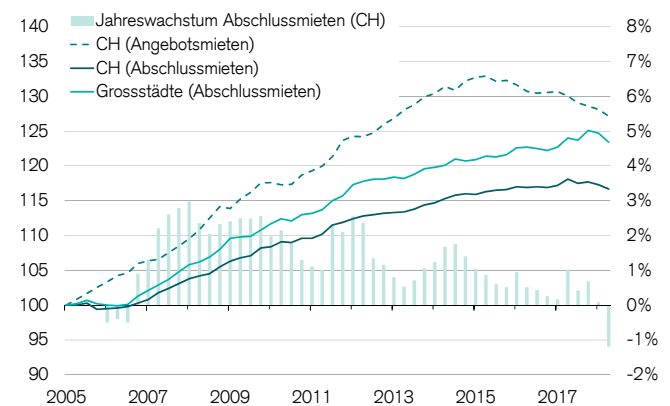
Jahreswachstumsraten in %



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

Abwärtsdruck auf Mieten verstärkt sich

Indizes Angebots- und Abschlussmieten (linke Skala), Jahreswachstumsrate Abschlussmiete (rechte Skala)



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse

Purchasing Managers' Index (PMI)

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

Credit Suisse Exportbarometer

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

CS CFA Society Switzerland Indikator

Finanzanalysten sind am Puls der Wirtschaft. Zusammen mit der CFA Society Switzerland führen wir seit 2017 eine monatliche Befragung von Finanzanalysten durch: den Finanzmarkttest 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

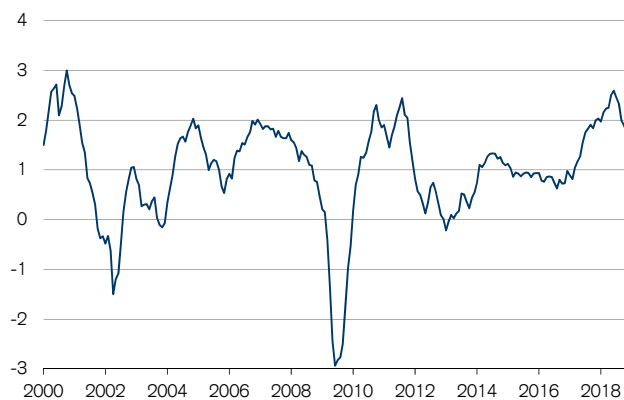
Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Exporte

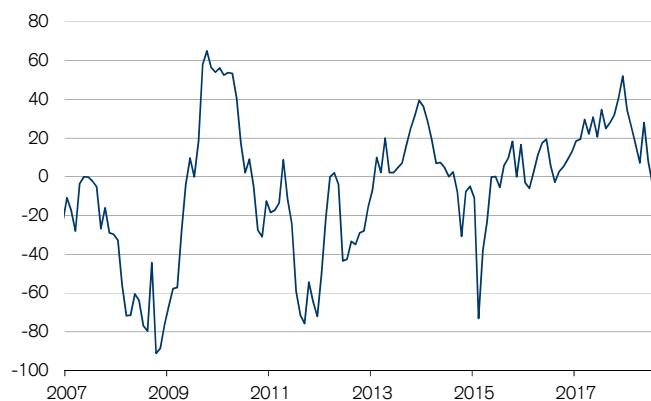
In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



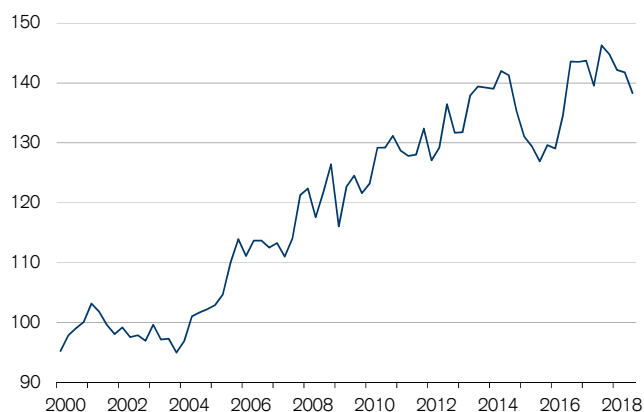
Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

Bauindex Schweiz

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

Baukonjunktur

1. Quartal 1996 = 100



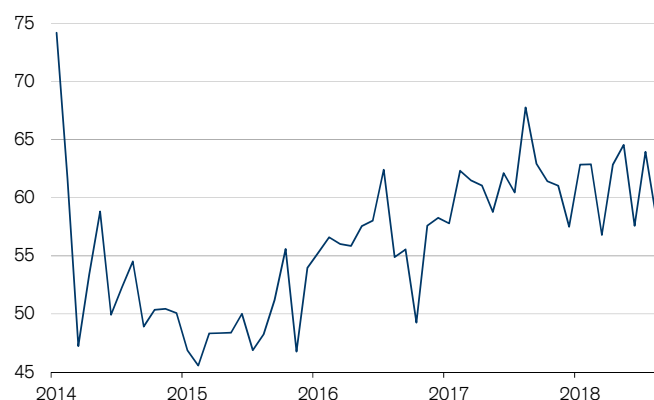
Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

Dienstleistungs-PMI

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

Konjunktur Dienstleistungssektor

Service Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum

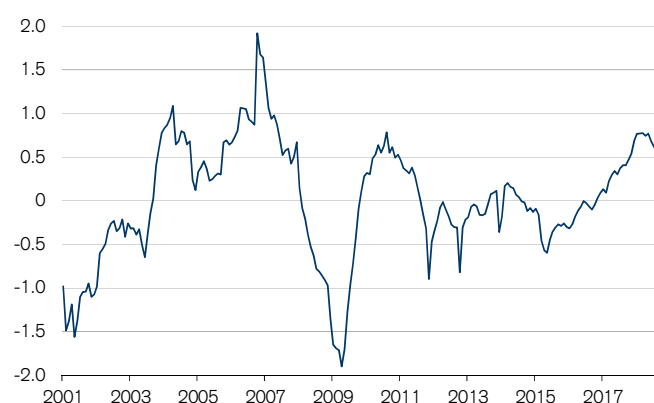


Quelle: procure.ch, Credit Suisse

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

	2018 1. Quartal	2018 2. Quartal	2018P 3. Quartal	2018P 4. Quartal	2019P 1. Quartal	2019P 2. Quartal	2019P 3. Quartal	2019P 4. Quartal	2018P	2019P
BIP (YoY, in %)	2.9	3.4	2.6	1.9	1.5	1.3	1.8	2.1	2.7	1.7
Privater Konsum	1.2	1.3	1.4	1.7	1.5	1.5	1.2	1.3	1.4	1.4
Staatskonsum	1.3	1.2	1.0	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9
Bruttoanlageinvestitionen	3.4	3.3	2.6	3.2	2.5	2.2	2.1	2.1	3.1	2.2
Bauinvestitionen	0.9	2.6	1.8	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	1.6	0.5
Ausrüstungsinvestitionen	4.8	3.7	3.0	4.3	3.0	3.0	3.0	3.0	4.0	3.0
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	2.3	5.3	4.0	4.6	3.5	3.5	3.5	3.5	4.0	3.5
Importe (Güter und Dienstleistungen)	4.9	3.3	3.3	2.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.5	3.0
Inflation (in %)	0.7	1.0	1.2	0.9	0.9	0.7	0.5	0.5	1.0	0.7
Arbeitslosigkeit (in %)	2.9	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.6	2.3
Beschäftigung in Vollzeitäquivalent (YoY, in %)	1.9	2.0	2.0	1.8	1.3	1.2	1.2	1.2	1.9	1.2
Nettozuwanderung (in Tsd.)									50	50
Nominallohnwachstum (YoY, in %)									0.7	1.0
Leistungsbilanz (in % vom BIP)									6.8	7.2
Staatsbudgetsaldo (in % vom BIP)									0.0	.
Schuldenquote (in % vom BIP)									40.9	.

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

Prognosen für die Weltwirtschaft

Prognosen	Prognosen				Struktur		Bedeutung für die Schweiz	
	BIP		Inflation		Bevölkerung	BIP	Exportanteil	Importanteil
	ggü. Vorjahr, in %				in Mio.	in USD Mrd.	in %	in %
	2018	2019	2018	2019	2016	2017	2017	2017
Welt	3.3	3.1	2.6	2.4	7 530	79 865	100	100
USA	2.9	2.5	2.4	2.0	326	19 391	15.3	6.8
Eurozone	2.1	2.0	1.8	1.7	341	12 607	44.1	63.4
Deutschland	2.1	2.0	1.8	1.9	83	3 685	18.9	28.2
Frankreich	1.7	1.7	2.1	1.5	65	2 584	6.4	7.9
Italien	1.2	1.2	1.4	1.6	61	1 938	6.2	9.7
Grossbritannien	1.3	1.5	2.5	2.2	66	2 625	5.2	3.3
Japan	1.3	1.0	0.7	0.8	127	4 872	3.3	1.9
China	6.5	6.2	1.9	2.0	1 390	12 015	5.2	7.0

Quelle: Datastream, Internationaler Währungsfond, Credit Suisse

Zinsen und geldpolitische Angaben

	Aktuell	3M	12M		Aktuell	Vormonat	Vorjahr
3M-Libor (in %)	-0.73	-0.8 bis -0.6	-0.6 bis -0.4	Geldmenge M0 (CHF Mrd.)	552.1	544.6	557.0
SNB-Zielband (in %)	-1.25 bis -0.25	-1.25 bis -0.25	-1.00 bis -0.00	Geldmenge M1 (in %, ggü. Vorjahr)	5.1	5.0	6.2
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (in %)	-0.06	0.1-0.3	0.3-0.5	Geldmenge M2 (in %, ggü. Vorjahr)	2.7	2.7	4.2
				Geldmenge M3 (in %, ggü. Vorjahr)	2.4	2.3	3.9
				Devisenreserven (in CHF Mrd.)	776.9	783.8	745.3

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://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

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

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

Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen.

Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

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

Alternative Anlagen

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

Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Mass an Risiko und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Marktbewegungen können zu erheblichen Verlusten oder sogar zu einem Totalverlust führen.

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

Zins- und Ausfallrisiken

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

Investment Strategy Department

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

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

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

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

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG, ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter dem folgenden Link:

<http://www.credit-suisse.com>

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsa-

chen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktkommentare und in keiner Weise um eine regulierte Finanzberatung bzw. Rechts-, Steuer- oder andere regulierte Finanzdienstleistungen. Den finanziellen Zielen, Verhältnissen und Bedürfnissen einzelner Personen wird keine Rechnung getragen. Diese müssen indes berücksichtigt werden, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird. Bevor Sie eine Anlageentscheidung auf der Grundlage dieses Berichts treffen, sollten Sie sich durch Ihren unabhängigen Anlageberater bezüglich notwendiger Erläuterungen zum Inhalt dieses Berichts beraten lassen. Dieser Bericht bringt lediglich die Einschätzungen und Meinungen der CS zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments zum Ausdruck und bezieht sich nicht auf das Datum, an dem Sie die Informationen erhalten 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 Anlageleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. **BESTEUERUNG:** Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. **WEBSITES:** Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht überprüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko.

Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Business Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich professionellen Kunden oder akkreditierten Anlegern gemäss der Definition der DFSA angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. Die Adresse der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, lautet Level 22, East Tower, Bahrain World

Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt. Credit Suisse AG (DIFC Branch) verfügt über eine Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und steht unter deren Aufsicht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. **Frankreich:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, verteilt, die von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) als Anlagendienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, wird von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution und der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten Abschlüsse werden auf Wunsch bereitgestellt. **Indien:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INF000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, verteilt. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Anlagen in Finanzmärkte können mit einem hohen Ausmass an Komplexität und Risiko einhergehen und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Österreich:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. Die Bank ist eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., ein ordnungsgemäss zugelassenes Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Sie unterliegt ferner der finanzmarktrechtlichen Aufsicht der luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arion, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser ordnungsgemäss reguliert wird (QFC-Lizenz Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (wie von der QFCRA definiert) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem Nettovermögen von über QR 4 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen

und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. Aus diesem Grund dürfen andere Arten von Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. Da dieses Produkt/diese Dienstleistung nicht am Finanzplatz Katar registriert ist und von der QFCRA nicht beaufsichtigt wird, übernimmt die QFCRA keine Verantwortung für die Prüfung oder Verifizierung eines Prospekts oder anderer Dokumente in Zusammenhang mit diesem Produkt/dieser Dienstleistung. Aus diesem Grund hat die QFCRA diese Marketingunterlagen oder andere verbundene Dokumente nicht geprüft oder genehmigt oder Massnahmen getroffen, die in diesem Dokument dargelegten Informationen zu verifizieren, und ist dazu auch nicht verpflichtet. Anleger, die in dieses Produkt/diese Dienstleistung investieren, verfügen möglicherweise nicht über die gleichen Informationen, die sie zu einem am Finanzplatz Katar registrierten Produkt/einer am Finanzplatz Katar registrierten Dienstleistung erhalten würden. Das Produkt/die Dienstleistung, auf das/die sich diese Marketingunterlagen beziehen, kann illiquid und/oder Gegenstand von Beschränkungen beim Wiederverkauf sein. Das Beschreiten des Rechtswegs in Bezug auf das Produkt/die Dienstleistung und die damit verbundenen Personen kann Beschränkungen unterliegen oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land ausserhalb des Finanzplatzes Katar erfolgen. Künftige Käufer dieses angebotenen Produkts/dieser angebotenen Dienstleistung sollten ihre eigenen Due-Diligence-Prüfungen zu dem Produkt/der Dienstleistung durchführen. Falls Sie den Inhalt dieser Broschüre nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater hinzuziehen. **Saudi-Arabien:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem Unternehmen, das bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragen ist, verteilt. **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of

Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turkey. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern.

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

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2018 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

18C011A_IS

Weitere Publikationen der Credit Suisse

Logistikimmobilien 2018

Der Logistikimmobilienreport 2018 von Credit Suisse stellt den Schweizer Markt für Logistikimmobilien und dessen Entwicklung vor.

20. August 2018

KMU-Studie 2018

Im Rahmen dieser jährlichen Studie werden mehr als 1000 Schweizer KMU zu den Faktoren ihres Erfolgs am Standort Schweiz befragt. Der Schwerpunkt wird dieses Jahr auf der Wettbewerbsfähigkeit liegen.

30. August 2018

Immobilienmonitor 3.Quartal 2018

Der Immobilienmonitor erläutert dreimal im Jahr die Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt und versteht sich somit als Ergänzung zur jährlichen Fundamentalanalyse und den speziellen Themen der Immobilienstudie von Credit Suisse.

27. September 2018

Bauindex 4.Quartal 2018

Der Schweizer Bauindex erscheint jedes Quartal und informiert über die aktuelle Konjunktur der Baubranche. Er umfasst ausserdem Einschätzungen und Erklärungen bezüglich der Umsatzentwicklung in diesem Sektor.

21. November 2018

Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.



CREDIT SUISSE AG
Postfach
CH-8070 Zürich
credit-suisse.com