

Zinsen verharren bis auf Weiteres im negativen Bereich

Monitor Schweiz | 4.Q 2019

Konjunktur Schweiz
**Auch 2020 nur mässiges
BIP-Wachstum**

Seite 6

Fokus
Negativzinsen wirken

Seite 10

Geldpolitik
Höhere Gewinnausschüttung?

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



Bestellungen

Direkt bei Ihrem Kundenberater oder bei jeder Geschäftsstelle der Credit Suisse



Mitwirkung

Vojo Gunevski
Ewelina Krankowska-Kedziora
Christine Mumenthaler
Andreas Weber



Redaktionsschluss

5. Dezember 2019



Copyright

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

Sehr geehrte Leserinnen und Leser


Am 15. Januar 2015 – also vor ziemlich genau fünf Jahren – gab die Schweizerische Nationalbank (SNB) bekannt, dass sie ihren Leitzins markant unter null senken werde. Hätte nochmals fünf Jahre vor diesem denkwürdigen Tag jemand vorhergesagt, dass die Zinsen in der Schweiz jemals so tief fallen würden, hätte man ihn oder sie wohl als Warrkopf abgetan. Doch heute liegen die Zinsen von Schweizer Staatsanleihen bis weit über eine Laufzeit von 30 Jahren hinaus im negativen Bereich, und auch in vielen anderen europäischen Ländern sind die Zinsen negativ.

Der Fokusbeitrag dieses Monitor Schweiz geht im Detail auf die Ursachen und Wirkungen der Negativzinsen ein, zumal das Thema in der Presse und der Öffentlichkeit weiterhin intensiv diskutiert wird. Der Einfluss oder der Spielraum der SNB bei der Bestimmung der Zinsen ist wesentlich beschränkter, als oft angenommen wird. Denn erstens ist der Trend zu sinkenden Zinsen ein globales Phänomen, das seit Jahrzehnten anhält und auch den Schweizer Markt erfasst hat. Dieser Trend ist einerseits auf die sinkende Inflation zurückzuführen – und in diesem Sinn auf eine restriktive, d.h. auf Geldwertstabilität fokussierte Notenbankpolitik – und andererseits auf rückläufige Realzinsen. Letztere sind unter anderem eine Folge der demografischen Alterung, des geringeren Produktivitätswachstums, einer zum Teil zyklisch bedingt hohen Sparneigung und einer eher geringen Investitionsnachfrage. Auf diese reale Komponente der Zinsen haben sogar die «grossen» Notenbanken, wie beispielsweise die US-Notenbank und die Europäische Zentralbank, nur vorübergehend Einfluss.

Zweitens sieht sich die SNB mit dem sogenannten geldpolitischen Trilemma konfrontiert: Sie muss zwischen der Steuerung der Leitzinsen und des Wechselkurses wählen, sofern sie nicht – als dritte Option – den Kapitalverkehr zwischen dem Ausland und der Schweiz unterbinden möchte. Letztere Massnahme würde jedoch der Schweizer Wirtschaft und dem Finanzplatz enorm schaden. Derzeit erscheint die Annahme, dass sich die SNB für die Option «Freigabe» des Wechselkurses entscheiden wird, noch verfrüht. Angesichts der immer noch fragilen globalen und europäischen Konjunktur wäre nämlich das Risiko für einen Grossteil unseres Exportsektors zu gross. Darüber hinaus wäre es auch in diesem Fall unwahrscheinlich, dass die Langfristzinsen steigen und sich in der Folge beispielsweise die Ertragschancen unserer Pensionskassen verbessern würden.

Umso wichtiger scheint es, die strukturellen Probleme insbesondere im Schweizer Rentensystem, die durch die tiefen Zinsen zusätzlich verschärft werden, konsequent und zeitnah anzugehen. Hierbei kann die SNB nicht helfen.

Wir danken Ihnen für Ihr Interesse, freuen uns auf Rückmeldungen und wünschen Ihnen alles Gute im neuen Jahr.



Michael Strobaek
Global Chief Investment Officer



Oliver Adler
Chefökonom Schweiz

Globales Umfeld	5
Konjunktur Schweiz	6
Auch 2020 nur mässiges BIP-Wachstum	
Das Wirtschaftswachstum in der Schweiz dürfte 2020 mit 1.4% zwar höher ausfallen als 2019 (0.9%), die Beschleunigung wird aber durch sportliche Grossereignisse überzeichnet. Immerhin sollte sich jedoch die Industrie stabilisieren.	
Konjunktur Monitor	7
Branchen Monitor	8
Fokus – Negativzinsen	10
Zinsen verharren bis auf Weiteres im negativen Bereich	
Die negativen Zinsen in der Schweiz sind eine Folge globaler Entwicklungen. Es gibt nämlich keine klaren Hinweise dafür, dass die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) derzeit zu expansiv wäre. Die SNB wird voraussichtlich mit Negativzinsen und sporadischen Devisenmarktinterventionen eine stärkere Aufwertung des CHF weiter zu verhindern versuchen, solange sich die Konjunktur der wichtigsten Schweizer Handelspartner nicht massgeblich bessert.	
Geldpolitik	17
Höhere Gewinnausschüttung?	
Die Nationalbank (SNB) dürfte in den nächsten fünf Jahren Erträge von CHF 18 – 20 Mrd. jährlich abwerfen. Der erwartete Verlust im Worst-Case-Szenario würde sich auf rund CHF 75 Mrd. belaufen. Dennoch könnte unseres Erachtens eine Erhöhung der jährlichen Gewinnausschüttung an Bund und Kantone in Betracht gezogen werden.	
Geldpolitik I Monitor	18
Immobilien Monitor	19
Credit Suisse Vorlaufindikatoren	20
Prognosen und Indikatoren	22

Europa

Europa hat überproportional unter der Schwäche der globalen Industrieproduktion gelitten, während hausgemachte Krisen, wie beispielsweise in der Automobilindustrie oder infolge des Brexit, das Wirtschaftswachstum belasten. Die von uns erwartete Entspannung dürfte somit spürbar positiv wirken. Zudem sind die Aussichten für den Konsum unverändert gut: Dank tiefer Arbeitslosigkeit und steigender Real-löhne sind die Haushalte in Kauflaune. Des Weiteren wirkt die lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) unterstützend, und sogar Länder wie Deutschland denken über höhere Staatsausgaben nach.

claude.maurer@credit-suisse.com

USA

Der Handelsstreit zwischen den USA und China belastet den Welthandel, wurden doch die stärksten Rückschläge der globalen Industrieproduktion unmittelbar nach Zollerhöhungen registriert. Der Konflikt scheint jedoch die Stimmung der US-Unternehmen nicht besonders stark einzutrüben, liegt doch der bei kleinen US-Unternehmen erhobene Geschäftslageindikator nach wie vor deutlich über seinem Durchschnitt. Unterstützt wird die vergleichsweise hohe Robustheit der US-Wirtschaft durch die expansivere Geldpolitik der US-Notenbank. Nach drei US-Zinssenkungen im Jahr 2019 wird nun aber wohl bis auf Weiteres eine Pause folgen.

claude.maurer@credit-suisse.com

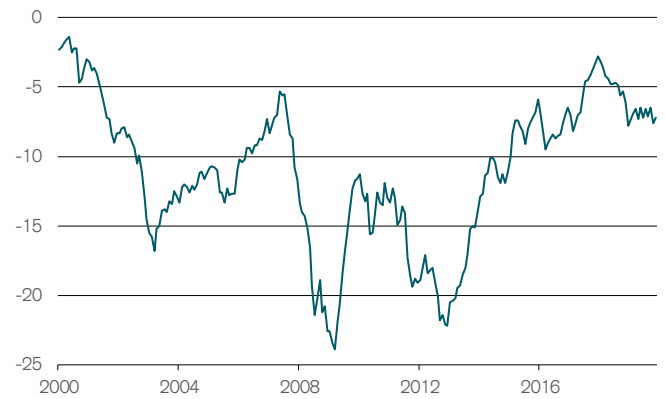
China

Das Wachstum in China wird sich 2020 voraussichtlich abermals leicht verlangsamen. Diese Abkühlung dürfte indessen nicht nur durch den Handelsstreit mit den USA bedingt sein, denn auch der Konsum in China selbst schwächt. Die Verkäufe von Autos in China sind beispielsweise seit rund einem Jahr rückläufig. Die Zentralbank und die Regierung dürften jedoch einer zu starken Abschwächung des Wachstums mittels Kreditstimuli beziehungsweise Lockerungsmassnahmen gegensteuern.

claude.maurer@credit-suisse.com

Optimismus bei den Haushalten in Europa

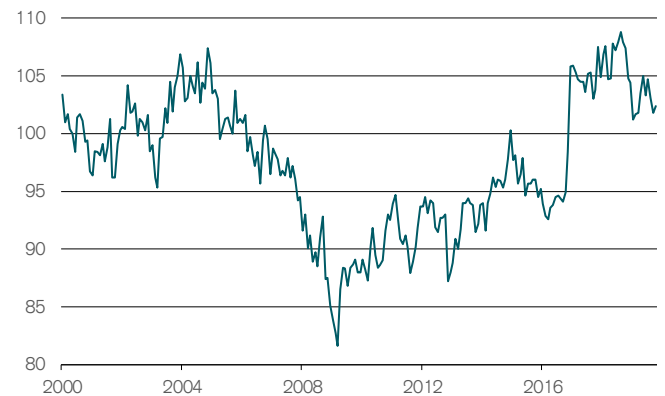
Stimmung der Konsumenten, Index



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Kleine US-Unternehmen sind nach wie vor optimistisch

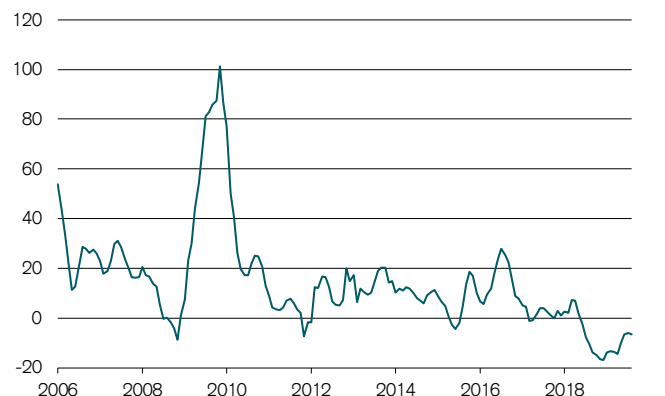
Indikator der Geschäftslage von Kleinunternehmen in den USA



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Weniger Autoverkäufe in China

Veränderung der Autoverkäufe in China, ggü. Vorjahr, gleitender 3-Monats-Durchschnitt, in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Auch 2020 nur mässiges BIP-Wachstum

Das Wirtschaftswachstum in der Schweiz dürfte 2020 mit 1.4% zwar höher ausfallen als 2019 (0.9%), die Beschleunigung wird aber durch sportliche Grossereignisse überzeichnet. Immerhin sollte sich jedoch die Industrie stabilisieren.

Wachstum im 3. Quartal 2019 auf enger Basis

Die Schweizer Wirtschaft ist im 3. Quartal 2019 mit einem Plus von 0.4% gegenüber dem Vorquartal überraschend stark gewachsen. Das Wachstum war aber fast ausschliesslich der boomenden Pharmaindustrie sowie rekordhohen Stromexporten zu verdanken, waren doch die Stauseen dank des schneereichen Winters gut gefüllt. Ansonsten expandierte die hiesige Wirtschaft nur schwach, während die Investitionsgüterindustrie sogar schrumpfte. Vor diesem Hintergrund senken wir unsere Prognose für das Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP) im Jahr 2019 auf 0.9% (von 1.1%).

Industrie sollte sich 2020 stabilisieren; Konsum stützt weiterhin

Für 2020 prognostizieren wir ein BIP-Wachstum von 1.4%. Die Lage in der Investitionsgüterindustrie sollte sich stabilisieren. Der von uns in Zusammenarbeit mit procure.ch erstellte Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Schweizer Industrie notiert nur noch knapp unterhalb der Wachstumsschwelle, und es gibt Anzeichen für eine Stabilisierung der ausländischen Nachfrage (vgl. Seite 5). Gleichzeitig wird das Wachstum hierzulande weiterhin vom Privatkonsum getragen. Die Haushalte sind nach wie vor in Konsumlaune, zumal die Sorgen hinsichtlich der eigenen Arbeitsplatzsicherheit kaum zugenommen haben (vgl. Abb.). Tatsächlich ist die Arbeitsmarktlage nach wie vor vergleichsweise robust (vgl. Seite 7). Beschleunigt zunehmen dürften 2020 die Bauinvestitionen, nachdem sich die Baukonjunktur dieses Jahr kurzzeitig abgeschwächt hat.

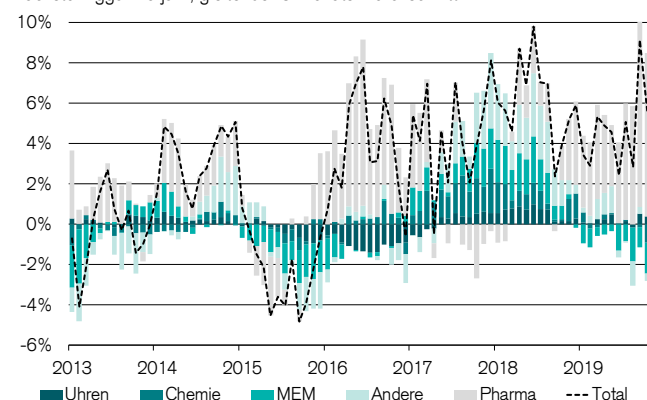
Wachstumsbeschleunigung statistisch überzeichnet

Die Beschleunigung des zugrunde liegenden Wirtschaftswachstums dürfte jedoch schwächer ausfallen, als dies die höhere Prognose suggeriert. 2020 werden nämlich die Olympischen Sommerspiele und die Fussball-Europameisterschaft das Schweizer BIP-Wachstum um gut 0.3 Prozentpunkte gegenüber 2019, in dem keine Sportgrossereignisse durchgeführt worden sind, erhöhen. Wachstumswirksam wird dieser Umstand, weil die entsprechenden internationalen Sportverbände (IOC und UEFA) ihren Sitz in der Schweiz haben und deren Einnahmen dem Schweizer BIP zugerechnet werden, obwohl die eigentlichen Aktivitäten ausserhalb des Landes stattfinden.

claude.maurer@credit-suisse.com

Exporte der Maschinen-, Elektro- und Metal-Industrie (MEM) nehmen ab

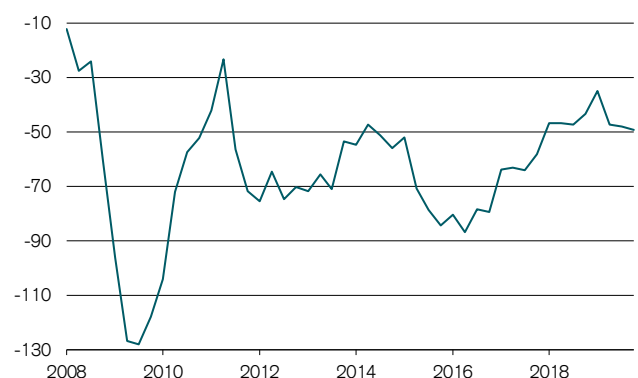
Wachstum ggü. Vorjahr, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Arbeitsmarkterwartungen nach wie vor recht optimistisch

Einschätzung der befragten Konsumenten zur Sicherheit des eigenen Arbeitsplatzes



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Credit Suisse

Inflation

Wir rechnen bis auf Weiteres mit aus strukturellen Gründen sinkenden Preisen im Gesundheitswesen und in der Kommunikation. Angesichts der zunehmenden Leerstände von Mietwohnungen dürften auch die Mieten kaum weiter steigen. Einen (wenn auch nur moderaten) Preisauftrieb gibt es dafür in den Bereichen Haushaltsführung, Verkehr, Freizeit und Kultur sowie Erziehung und Unterricht. Wir passen unsere Prognose für 2020 insgesamt leicht nach unten an und erwarten neu eine durchschnittliche Inflationsrate von 0.3% (bisher: 0.5%). Für 2019 dürfte die Teuerung 0.4% betragen (ursprüngliche Schätzung: 0.5%).

maxime.botteron@credit-suisse.com

Arbeitsmarkt

Der Schweizer Arbeitsmarkt zeigt sich nach wie vor robust: Im 3. Quartal 2019 lag die Beschäftigung um 1.1% über ihrem Vorjahresniveau und war somit so hoch wie noch nie. Gleichzeitig wurden über 79'000 offene Stellen registriert, knapp 10% mehr als ein Jahr zuvor. Dieses Plus ist allerdings fast nur auf den Dienstleistungssektor zurückzuführen. Die Industriebeschäftigung entwickelte sich im bisherigen Jahresverlauf trotz der Nachfrageschwäche im Exportsektor zwar solide (3. Quartal 2019: +1.2% ggü. Vorjahr), die Aussichten sind aber verhaltener, senden doch die verschiedenen Umfragen unterschiedliche Signale.

emilie.gachet@credit-suisse.com

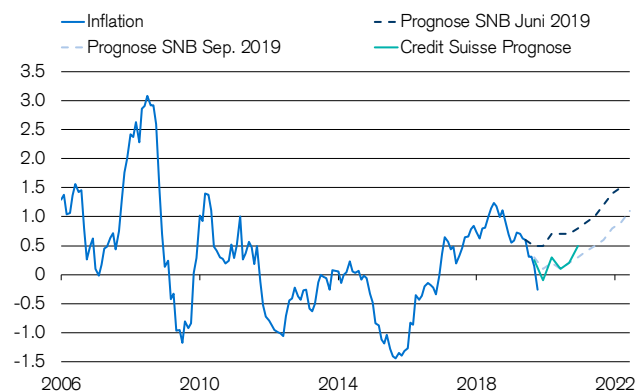
Zuwanderung

Die Zuwanderung in die Schweiz ist regional nicht gleichmässig verteilt. Knapp die Hälfte der Nettozuwanderung konzentriert sich auf die Kantone Zürich, Genf und Waadt. Der Kanton Zürich allein ist Ziel von rund einem Viertel der Nettozuwanderung. Bereits mit etwas Abstand folgen die Kantone Aargau (8%), Bern (8%) und Basel-Stadt (6%). Diese Verteilung überrascht wenig, ist doch die Zuwanderung zu einem grossen Teil durch Erwerbstätigkeit begründet. Internationale Zuwanderer konzentrieren sich daher auf die bedeutenderen Arbeitsmärkte um die grössten Städte.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Knapp positive Inflationsrate

Tatsächliche Inflationsrate und Prognosen der Credit Suisse sowie der Schweizerischen Nationalbank (SNB), in %



Quelle: Datastream, Schweizerische Nationalbank (SNB), Credit Suisse

Beschäftigungswachstum schwächt sich nur leicht ab

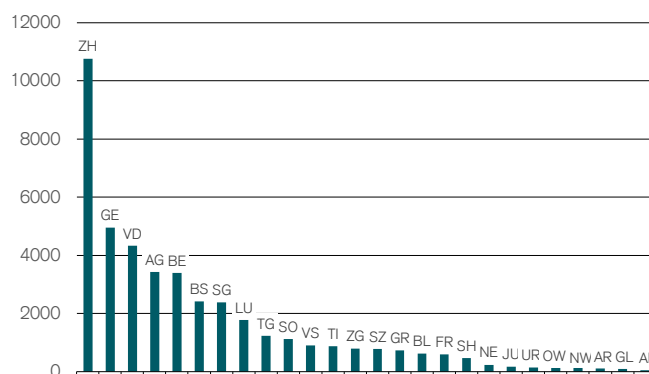
Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten und Anzahl offener Stellen, Veränderung ggü. Vorjahr, in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Ein Viertel der Zuwanderer aus dem Ausland zieht nach Zürich

Saldo der internationalen Migration, Anzahl Personen, ständige Wohnbevölkerung (Schweizer und Ausländer), 2018



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Pharmazeutische Industrie

Die Pharmaindustrie konnte im Sommer 2019 ihre Exporte im Vergleich zum Vorjahresquartal um über 22% steigern. Dieses positive Ergebnis ist vor allem auf Zunahmen in den Exportmärkten Deutschland und USA zurückzuführen. Insgesamt zeichnete die Pharmaindustrie im 3. Quartal für 40% der Schweizer Gesamtexporte verantwortlich. Die getätigten beziehungsweise geplanten Akquisitionen im Bereich der zukunftsfrächtigen Gentherapie sowie vielversprechende neue Medikamente, die in den nächsten zwei Jahren marktreif werden sollten, dürften die Schweizer Pharmaindustrie weiterhin auf Erfolgskurs halten.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Maschinen-, Elektro- und Metall-Industrie (MEM)

Nachdem die MEM-Exporte schon Anfang Jahr Schwächen gezeigt hatten, verschärfte sich die Situation im 3. Quartal 2019 nochmals. Die Stimmung im für die Schweizer MEM-Branche wichtigen deutschen Industriesektor fiel auf Rezessionsniveau. Gleichzeitig waren auch die Schweizer Ausfuhren nach China, Italien und Grossbritannien rückläufig. Wir gehen von einer nur graduellen Erholung der globalen und deutschen Industrieproduktion aus. Entsprechend wird die Situation für die MEM-Industrie weiterhin schwierig bleiben.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

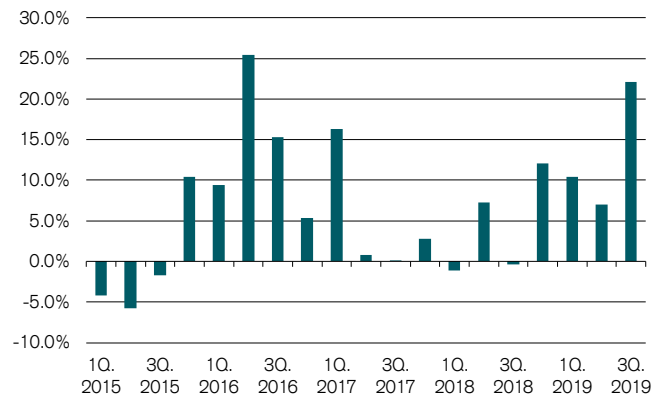
Uhrenindustrie

Infolge der dortigen Unruhen brachen die Schweizer Uhrenausfuhren nach Hongkong ein. Indessen konnte dieser Rückgang durch eine Steigerung der Exporte nach China und Singapur wettgemacht werden. Dies deutet darauf hin, dass sich Chinesen nun entweder in Festlandchina oder während eines Kurzurlaubs in Singapur mit Schweizer Uhren ausstatten. Trotzdem konnte die Uhrenindustrie die starken Wachstumsraten von 2018 nicht wiederholen, zumal der Absatz in wichtigen europäischen Märkten wie Deutschland, Frankreich oder Italien schrumpfte.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Starkes Wachstum im 3. Quartal 2019

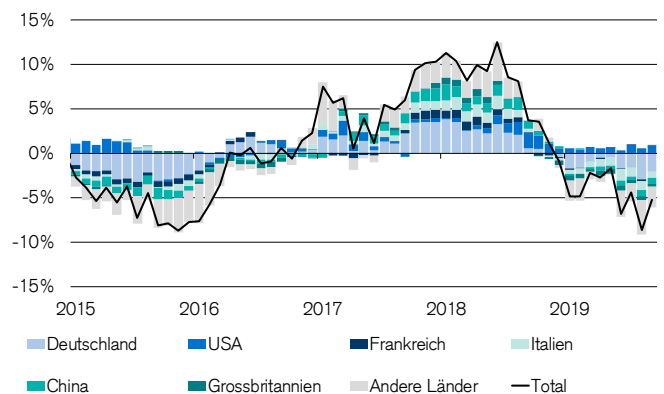
Exporte, Wachstum ggü. Vorjahresquartal



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Schwäche in der deutschen Industrie trifft MEM-Exporte

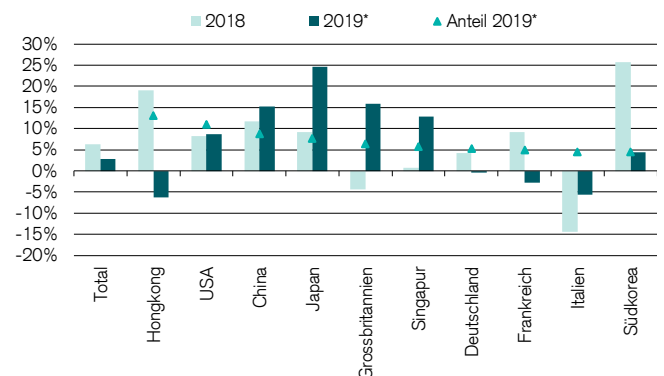
Exporte: Wachstumsbeitrag nach Regionen, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Rückgang in Hongkong wettgemacht

Exporte: Veränderung ggü. Vorjahr und Anteil an Gesamtexporten 2019



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

* Januar bis September 2019

Detailhandel

Der Non-Food-Detailhandel verzeichnete im 3. Quartal 2019 erstmals seit Anfang 2017 wieder ein nominales Umsatzplus (+0.7%). Dabei spielten ihm jedoch auch vorteilhafte Witterungsbedingungen in die Hand. Die Entwicklungen an der Währungsfront und folglich der Einkaufstourismus sowie der Onlinehandel werden die Detailhändler auch 2020 vor Herausforderungen stellen. Demgegenüber dürften das positive Bevölkerungswachstum und eine Zunahme der Kaufkraft – begünstigt durch den geringen Anstieg der Krankenkassenprämien (durchschnittlich +0.2%) – dem Detailhandel eher Auftrieb geben.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Tourismus

Nachdem die Logiernächte in den Sommermonaten insbesondere dank ausländischer Gäste deutlich gestiegen waren, schwächte sich ihr Wachstum im Herbst wieder ab. Weiterhin positiv war die Entwicklung der Übernachtungen inländischer Gäste. Angesichts einer nach wie vor optimistischen Konsumentenstimmung in der Schweiz (besonders bezüglich Arbeitsplatzsicherheit und Budget) sollte sich der positive Trend der steigenden inländischen Logiernächte unseres Erachtens fortsetzen. Die Gefahr, dass die Schwäche in der Industrie den Dienstleistungssektor anstecken könnte, schätzen wir als gering ein.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

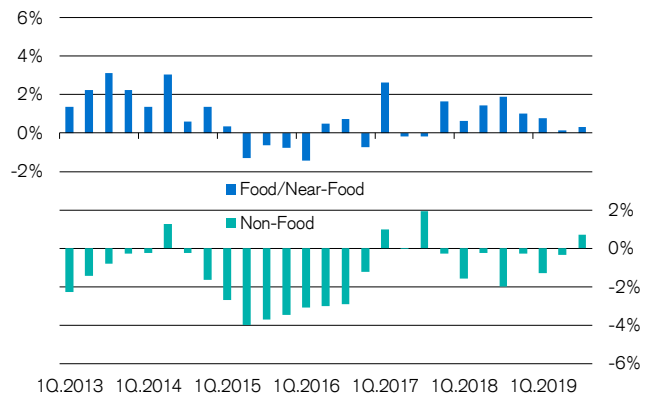
Informationstechnologie (IT)

Die Geschäftslage in der IT-Branche wird zwar immer noch von einer Mehrheit der von der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF) befragten IT-Dienstleister als gut oder mindestens befriedigend eingeschätzt, der Anteil der optimistischen Umfrageteilnehmer ist aber auf den tiefsten Wert seit mehreren Jahren gefallen. Die Schwäche im Industriesektor hat bei dieser Eintrübung sicherlich eine wichtige Rolle gespielt. Solange sich bei diesem wichtigen Abnehmer keine Erholung zeigt, dürften auch die IT-Dienstleister ihre Geschäftslageentwicklung weiterhin eher skeptisch beurteilen.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

Gutes 3. Quartal 2019 für Non-Food-Detailhändler

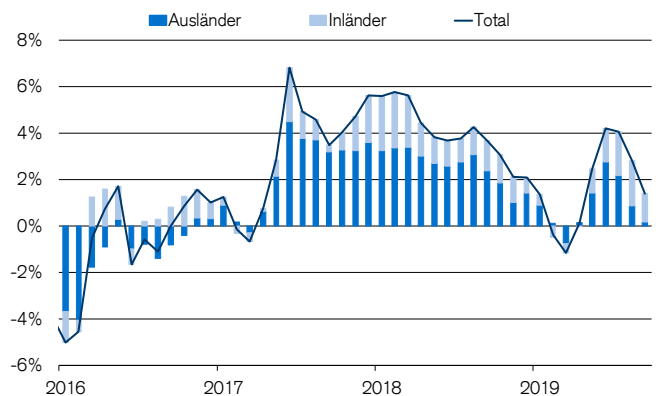
Nominale Detailhandelsumsätze, Wachstum ggü. Vorjahresquartal



Quelle: GfK, Credit Suisse

Zunahme der Zahl ausländischer Gäste schwächt sich ab

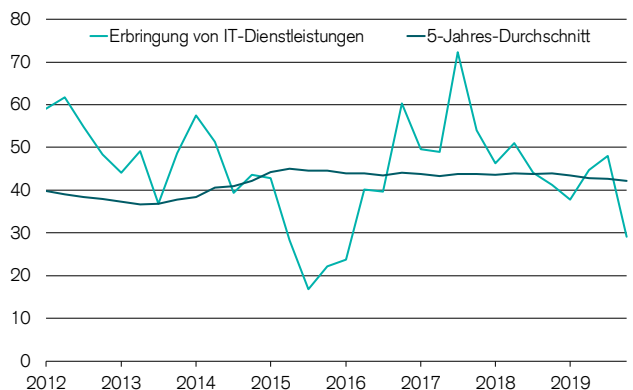
Logiernächte nach Gästeherkunft: Wachstumsbeitrag, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Deutlich weniger IT-Dienstleister sind optimistisch

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



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

Zinsen verharren bis auf Weiteres im negativen Bereich

Die negativen Zinsen in der Schweiz sind eine Folge globaler Entwicklungen. Es gibt nämlich keine klaren Hinweise dafür, dass die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) derzeit zu expansiv wäre. Die SNB wird voraussichtlich mit Negativzinsen und sporadischen Devisenmarktinterventionen eine stärkere Aufwertung des CHF weiter zu verhindern versuchen, solange sich die Konjunktur der wichtigsten Schweizer Handelspartner nicht massgeblich bessert.

Der Trend zu sinkenden Zinsen ist auf globale Faktoren zurückzuführen

Sowohl die langfristigen als auch die kurzfristigen Zinsen sind seit den frühen 1990er-Jahren weltweit rückläufig. Die Schweizer Zinsen haben diese Entwicklung fast eins zu eins nachvollzogen (vgl. Abb. 1). Der Rückgang der Langfristzinsen war einerseits die Folge einer erfolgreichen Bekämpfung der Inflation, die zwischen Mitte der 1960er- und den späten 1970er-Jahren stark gestiegen war. Der intensive globale Wettbewerb an den Märkten für Güter, Dienstleistungen und Arbeitskräfte trug wohl ebenso dazu bei. Die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer scheinen mittlerweile auf tiefem Niveau «verankert», sodass sich die in den Zinsen enthaltene Inflationsprämie reduziert hat.

Inflationsprämie und reale Zinskomponente sind gefallen

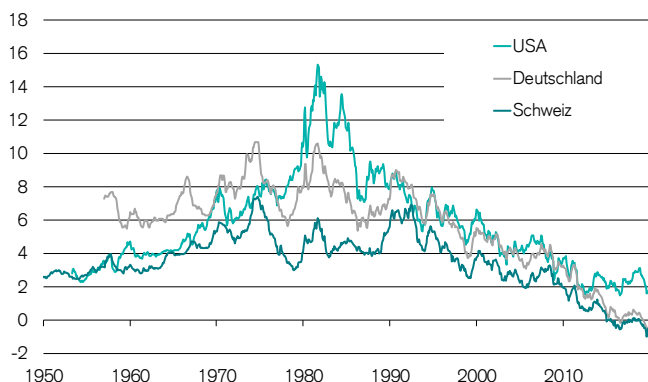
Indessen ist auch die Realzinskomponente vor allem seit der Finanzkrise stark gesunken. Als wichtigste Gründe hierfür gelten die nachlassende globale Wachstumsdynamik – die ihrerseits partielle Folge der demografischen Alterung und des geringeren Produktivitätswachstums ist¹ – sowie eine zum Teil zyklisch bedingte hohe Sparneigung («Savings Glut») und eine eher geringe Investitionsnachfrage. Zudem dürfte auch die starke Nachfrage nach sicheren Anlagen, vor allem Staatsanleihen, auf die Realzinsen gedrückt haben, obwohl das Angebot solcher Wertpapiere wegen hoher staatlicher Defizite markant erhöht wurde.

Auch «grosse» Notenbanken haben nur temporären Einfluss auf die Realzinsen

Die kurzfristigen Zinsen, die von den Notenbanken bestimmt werden, bewegen sich tendenziell gleich wie die Marktzinsen, allerdings mit deutlichen Abweichungen im Verlauf des Konjunkturzyklus (vgl. Abb. 2). Zudem scheinen die massiven geldpolitischen Lockerungsmassnahmen, mit denen die US-Notenbank (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) auf die globale Finanz- und die Eurokrise reagierten, den Rückgang der Zinsen am langen Ende verstärkt zu haben. Demgegenüber trugen die Zinserhöhungen der Fed seit 2017 zu einem zumindest vorübergehenden Anstieg der US-Langfristzinsen bei.

Abb. 1: Zinsen seit mehreren Dekaden rückläufig

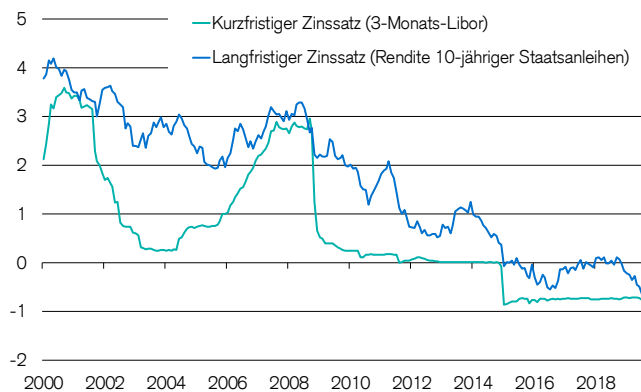
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Abb. 2: Kurzfristige Zinsen als Treiber der langfristigen?

In %



Quelle: SNB, Credit Suisse

¹ Vgl. Monitor Schweiz vom Dezember 2015.

Auf lange Sicht haben aber auch diese grossen Notenbanken nur Einfluss auf die Inflation – und damit die Inflationsprämie in den Zinsen –, jedoch nicht auf die Realzinsen (geldpolitische «Neutralität»). In der Schweiz ist der Einfluss der Notenbank auf die Langfristzinsen wegen der Dominanz der globalen Märkte gemäss unseren Analysen generell gering.

Die Kritik an der Geldpolitik hat jüngst zugenommen

Es herrscht Einigkeit darüber, dass die massiven Lockerungsmassnahmen der Notenbanken im Anschluss an die Finanz- und die Eurokrise notwendig und erfolgreich waren. In letzter Zeit hat jedoch die Kritik an der Notenbankpolitik vor allem in Nordeuropa zugenommen, wogegen kritische Töne in den USA kaum zu hören sind. Geteilt wird hingegen die Befürchtung, die Geldpolitik habe an Einfluss auf die Konjunktur und die Inflation eingebüsst. Tatsächlich verfehlen die Notenbanken ihre Inflationsziele zum Teil seit Jahren. Vor allem in Japan, aber auch in der Eurozone liegt die Inflation unter dem Zielwert von (im Fall der EZB «unter, aber nahe bei») 2%. In den USA liegt die Inflation zwar mehr oder weniger im Zielbereich, die Fed tendiert aber derzeit dazu, ihr Inflationsziel zu erhöhen. Sie scheint ein «symmetrisches» Inflationsziel anzustreben, bei dem sie ein Überschreiten der Inflation über das 2%-Ziel nicht nur tolerieren, sondern sogar begrüssen würde. Die Idee hinter dieser Strategie ist es, die Konjunktur vorübergehend überhitzen zu lassen. Dann könnten die Leitzinsen zwar mit Verzögerung, aber dafür stärker angehoben werden, was für den Fall eines Abschwungs mehr Spielraum für Senkungen schaffen würde.

Eher Zinssenkungen als -erhöhungen

Vor diesem Hintergrund erachten wir Leitzinserhöhungen in den global wichtigsten Währungsräumen bis auf Weiteres als unwahrscheinlich. Da wir eine weltweit etwas bessere Konjunkturdynamik erwarten, sieht unsere Prognose für 2020 aber zumindest keine weiteren Zinssenkungen der Fed und der EZB vor. In Bezug auf diese Prognose überwiegen aber eher die Abwärtsrisiken.

Ist die Geldpolitik der SNB zu locker?

Auch in der Schweiz wird intensiv darüber debattiert, ob die Geldpolitik derzeit zu locker sei. Der Restriktionsgrad der Geldpolitik lässt sich nicht präzise feststellen. Man kann dazu aber eine Reihe von Indikatoren heranziehen (vgl. Tabelle nächste Seite). Die SNB verfolgt nicht ein präzises Inflationsziel von 2%, sondern versucht, die Inflation mittelfristig in einem Band von 0% bis 2% zu halten. Die Inflationsrate lag im November zwar bei -0.1% und damit etwas unter dem Band, die Konsensprognosen deuten aber auf einen leichten Anstieg in den kommenden Monaten hin.

Der CHF ist gegenüber dem EUR überbewertet

Ein weiteres Mass des geldpolitischen Restriktionsgrades ist die Bewertung des Wechselkurses im Vergleich zu einem als gleichgewichtig oder «fair» erachteten Wert. Die SNB bezeichnet den CHF mittlerweile zwar nicht mehr als «überbewertet», aber immer noch als «hoch bewertet». Laut unseren eigenen Schätzungen ist der CHF gegenüber dem EUR noch um etwa 10% überbewertet, liegt der Fair Value der Credit Suisse für das Währungspaar EUR/CHF doch derzeit bei 1.22. Beim USD sehen wir keine Überbewertung. Es ist klar, dass Schätzungen des Fair Value mit Unsicherheit behaftet sind. Zudem ändert sich der Fair Value von Währungen über die Zeit, wie wir in einer der jüngeren Ausgaben des Monitor Schweiz² dargelegt haben. Unsere Analysen von damals zeigten aber auch, dass sich der Fair Value des CHF je nach Branche stark unterscheidet. Gewisse Branchen, wie etwa die Pharmaindustrie, können beispielsweise mit dem heutigen Kurs leben, wogegen der faire EUR/CHF-Wechselkurs für viele andere Exportbranchen deutlich höher liegt.

Schätzung des Gleichgewichtszinses deutet auf eine neutrale Geldpolitik hin, ...

Ein drittes Mass für den Restriktionsgrad der Geldpolitik ist das Niveau der kurzfristigen Realzinsen im Vergleich zu einem – ebenfalls mittels Modellen eruierten – Gleichgewichtswert. Auch diese Schätzungen unterliegen Unsicherheiten. Das Modell der Credit Suisse schätzt den Wert für den gleichgewichtigen kurzfristigen Realzins in der Schweiz derzeit auf -0.6% . Der aktuelle reale 3-Monats-Libor liegt bei rund -0.5% . Dieser Indikator weist also auf eine etwa neutrale geldpolitische Haltung der SNB hin. Demgegenüber signalisiert der Monetary Conditions Index (vgl. Abb. 3), der die Abweichungen des Wechselkurses und der Zinsen vom Fair Value beziehungsweise vom Gleichgewichtswert in einer Kennzahl zusammenfasst, derzeit eine restriktive Geldpolitik der SNB.

... die Steilheit der Zinskurve jedoch auf eine eher restriktive

Ein viertes, ebenfalls aus den Finanzmärkten abgeleitetes Mass, ist die Neigung der Zinskurve, also die Differenz zwischen den lang- und den kurzfristigen Zinsen. Eine inverse Zinskurve deutet dabei auf eine restriktive Geldpolitik hin, weil die Zinsmärkte in diesem Fall eine Senkung der Leitzinsen implizieren. (Eine Inversion signalisiert zudem eine wahrscheinliche konjunkturelle Abschwächung, die dann ebenfalls nach einer Zinssenkung verlangt.) Eine steile Zinskurve zeigt hingegen eine lockere Geldpolitik an. Im 1. Halbjahr 2019 gingen die Zinskurven in vielen Märkten, so auch in der Schweiz, zu einer Inversion über und deuteten damit auf eine restriktive Geld-

² Vgl. Monitor Schweiz vom Juni 2019.

politik hin. Mittlerweile haben sich die Kurven wieder etwas «aufgerichtet». Sie sind aber im historischen Vergleich immer noch flach und deuten folglich kaum auf eine lockere Geldpolitik hin.³

Das Kreditwachstum deutet auf eine eher zu lockere Geldpolitik hin

Schliesslich lässt sich auch das Wachstum der Kreditvergabe seitens der Banken oder die Verfassung der Konjunktur selbst als Mass des geldpolitischen Restriktionsgrades verwenden. In der Schweiz lag das Kreditwachstum über mehrere Jahre klar über dem Wirtschaftswachstum. Gemäss Schätzungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) beläuft sich die sogenannte Kreditlücke, also die Abweichung des Kreditwachstums vom langfristigen Trend, gegenwärtig auf rund 10% des Bruttoinlandprodukts (BIP). Laut diesem Mass war die Geldpolitik in den letzten Jahren also eher zu locker. Die konjunkturelle Entwicklung selbst deutet hingegen nicht auf eine Überhitzung der Schweizer Wirtschaft hin. Der aktuelle Einkaufsmanagerindex für die verarbeitende Industrie (Stand November: 48.8) signalisiert eher eine Konjunkturverlangsamung, sein Pendant für den Dienstleistungssektor (51.7) eine mässige Expansion. Über alle Indikatoren hinweg betrachtet, erscheint die Politik der SNB derzeit neutral.

Restriktionsgrad der Geldpolitik

Mass	Aktueller Wert	Zielwert/Gleichgewichtswert	Geldpolitischer Restriktionsgrad
Inflationsrate	-0.10%	0.0% – 2.0%	Restriktiv
Inflationsprognose (2020, CS)	0.30%	0.0% – 2.0%	Neutral
Realer kurzfristiger Zinssatz	-0.50%	-0.60%	Neutral
Nominaler langfristiger Zinssatz	-0.60%	-0.50%	Neutral
Zinskurve (3M – 10J)	0.25%	1.00%	Neutral/restriktiv
Monetary Conditions Index	1.30% – 2.20%	0.00%	Restriktiv
Wachstum	1.10%	0.90%	Neutral
Kreditlücke, in % des BIP	10.20%	0.00%	Expansiv

Quelle: Bloomberg, Bundesamt für Statistik, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Credit Suisse

Ist die derzeitige SNB-Politik wirksam?

Wie im Ausland wird auch in der Schweiz nicht nur darüber diskutiert, ob die Geldpolitik zu locker sei, sondern auch darüber, ob sie überhaupt Wirkung zeigt. Zudem wird debattiert, ob die Negativzinsen der Wirtschaft allenfalls sogar schaden. (Die möglichen Nebenwirkungen negativer Zinsen werden im 2. Teil dieses Fokus ab Seite 14 beleuchtet.)

Seit der Finanzkrise liegt der Fokus der SNB auf dem Wechselkurs

Preisstabilität ist auch in der Schweiz das übergeordnete Ziel der Notenbank, die SNB muss jedoch darüber hinaus der konjunkturellen Entwicklung Rechnung tragen. Insbesondere in den Jahren seit der Finanzkrise stellten vor allem die internationalen Krisenherde eine Bedrohung für die Stabilität der Schweizer Wirtschaft dar. Diese globalen Faktoren übertrugen sich unter anderem über starke Wechselkursschwankungen auf unsere Wirtschaft und das hiesige Preisniveau. Deshalb konzentriert sich die SNB seit der Finanzkrise primär auf die Stabilisierung des Wechselkurses, wobei sie auf unterschiedlichste Massnahmen setzt, wie beispielsweise Zinssenkungen, «verbale Interventionen», Ausweitungen der Geldmenge, Devisenmarktinterventionen und – im September 2011 – die Einführung eines EUR/CHF-Mindestkurses.

Der EUR/CHF-Mindestkurs geriet wegen der EZB-Lockerung unter Druck

Als jedoch die EZB ihre Geldpolitik weiter lockerte und ihre Leitzinsen senkte, verstärkte sich der Aufwertungsdruck auf den CHF. Die Differenz zwischen den Zinsen am EUR- und am CHF-Geldmarkt ging nämlich infolge der EZB-Massnahmen auf neue Tiefstwerte zurück, und die SNB musste zunehmend am Devisenmarkt intervenieren, um den EUR zum CHF zu stabilisieren. Bekanntlich gab die SNB ihre EUR/CHF-Untergrenze im Januar 2015 auf und senkte gleichzeitig die Geldmarktzinsen in den negativen Bereich. Seither lässt sie zwar gewisse Schwankungen des EUR/CHF-Wechselkurses zu, interveniert jedoch weiterhin bei Bedarf, um grosse Kursausschläge zu verhindern. Gleichzeitig bekräftigt die SNB immer wieder, dass sie die Zinsen gegebenenfalls weiter senken werde.

Das Verhältnis von Zinsdifferenz und Wechselkurs ist nicht stabil, ...

Eine zentrale Frage lautet deshalb, ob das Zinsinstrument beziehungsweise die «Verteidigung» der Zinsdifferenz zwischen dem CHF- und dem EUR-Geldmarkt den Wechselkurs tatsächlich stabilisiert. Gemäss der (gedeckten) Zinsparität ist dies auf den ersten Blick nicht zu erwarten, da ja die tieferen CHF-Zinsen am Terminmarkt eine CHF-Aufwertung implizieren. Tatsächlich zeigen die Daten keine eindeutige Beziehung (vgl. Abb. 4). In einigen Perioden korreliert eine höhere Zinsdifferenz zwischen EUR und CHF mit einer Abwertung des CHF, wogegen in anderen keine Bezie-

³ Die umfangreichen Käufe langfristiger Anleihen durch die Notenbanken, welche die langfristigen Zinsen tendenziell gesenkt haben, könnten die Zinskurvenneigung als Mass des geldpolitischen Restriktionsgrades etwas verzerrt haben.

hung feststellbar ist oder eine höhere Zinsdifferenz sogar mit einer Aufwertung des CHF einhergehend. Aus diesem Grund wird oft bezweifelt, dass die aktuelle, auf die Zinsdifferenz fokussierte Geldpolitik wirksam ist.

... weil andere Faktoren, vor allem globale Risiken, den CHF-Kurs stark beeinflussen

Diese Argumentation beziehungsweise Fragestellung greift allerdings aus zwei Gründen zu kurz: Denn erstens besagt die (ungedechte) Zinsparität, dass nur unerwartete Ausweitungen der Zinsdifferenz (z.B. eine unerwartete Zinssenkung der SNB) den CHF schwächen.⁴ Und zweitens gibt es andere Faktoren, die den CHF-Kurs bewegen. Insbesondere wertet der CHF aufgrund seiner «Safe Haven»-Eigenschaften bei zunehmender internationaler Unsicherheit typischerweise auf, ohne dass sich die Zinsspanne dabei verändern würde. Es ist sogar möglich, dass Kapitalzuflüsse in den CHF in solchen Phasen die Zinsen in der Schweiz drücken, sich die Zinsdifferenz also ausweitet. Unsere ökonometrischen Tests bestätigen diese Überlegungen: Berücksichtigt man neben der Veränderung der Zinsdifferenz auch Variablen für die Unsicherheit an den globalen und europäischen Finanzmärkten, wirken Veränderungen der Zinsdifferenz in der erwarteten Weise.⁵ Insgesamt scheint die SNB den CHF mittels Ausweitungen der Zinsunterschiede zum Euroraum also weiterhin schwächen zu können.

Ein Ausstieg der SNB aus der Negativzinspolitik ist derzeit nicht zu erwarten

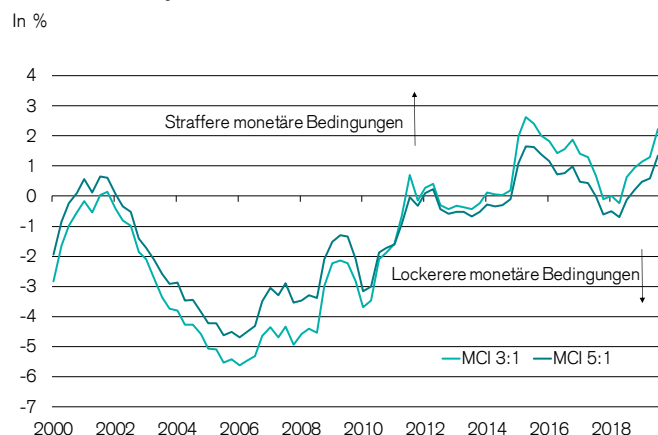
Umgekehrt würde eine Verengung der Zinsdifferenz durch eine autonome Zinserhöhung seitens der SNB – insbesondere in einem global noch unsicheren Umfeld – eine Frankenaufwertung auslösen. Ein derartiger Schritt könnte paradoxerweise sogar die Inflationserwartungen in der Schweiz senken, was sich in tieferen Langfristzinsen niederschlagen könnte. Ein Ausstieg aus dem jetzigen geldpolitischen «Regime» dürfte somit erst dann erfolgen, wenn die Zinsen an den internationalen Kapitalmärkten steigen und die Fed oder die EZB ihre Zinsen erhöhen. Dies wäre wohl nur der Fall, wenn das globale Wachstum oder die Inflation markant anziehen würden. Beides scheint bis auf Weiteres unwahrscheinlich. Eine SNB-Zinserhöhung im Alleingang wäre nur dann möglich, wenn der CHF «von sich aus» stark abwerten würde. Auch dies wäre jedoch wohl nur in einem wesentlich stabileren globalen Umfeld wahrscheinlich.

Eine expansivere Finanzpolitik würde den CHF tendenziell stärken

Die SNB könnte allerdings durchaus eine weitere Aufwertung des CHF tolerieren, sobald die geldpolitischen Bedingungen in der Schweiz dies zulassen, zumal die Überbewertung des CHF zurzeit tendenziell abnimmt. Die Herausforderung bestünde in diesem Fall darin, einen spekulativen Aufwertungsschub zu vermeiden. Das jetzige flexible Wechselkursregime der SNB ist dafür allerdings weniger anfällig als der damalige fixe EUR/CHF-Mindestkurs. Andere Alternativen zur aktuellen Negativzinspolitik stehen unseres Erachtens momentan kaum zur Verfügung. Während gegenwärtig in der Eurozone über eine expansivere Fiskalpolitik als Ersatz oder Ergänzung zur lockeren Geldpolitik debattiert wird, scheint diese Alternative im Fall der Schweiz nicht besonders sinnvoll. Obwohl die Schweiz grundsätzlich finanziellen Spielraum hätte, scheint ein politischer Entscheid in dieser Richtung unwahrscheinlich. Zudem hätte eine expansivere Finanzpolitik wegen der Dominanz der ausländischen Kapitalmarktzinsen in der Schweiz einen nur sehr geringen Einfluss auf die hiesigen Zinsen und würde den CHF letztlich wohl tendenziell stärken.

oliver.alder@credit-suisse.com, maxime.botteron@credit-suisse.com

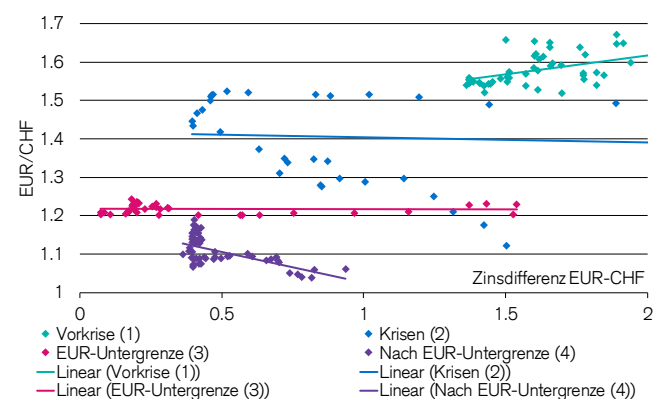
Abb. 3: Monetary Conditions Index für die Schweiz



Quelle: Credit Suisse

Abb. 4: EUR/CHF-Wechselkurs und Zinsdifferenz

EUR/CHF-Wechselkurs; Zinsdifferenz zwischen EUR und CHF in Prozentpunkten



(1) Jan. 2004 – Sept. 2008; (2) Okt. 2008 – Aug. 2011; (3) Sept. 2011 – Dez. 2014; (4) Jan. 2015 – Okt. 2019. Quelle: Datastream, Credit Suisse

⁴ Wie vorstehend erläutert führt gemäss Zinsparität nur eine unerwartete Ausweitung der Zinsspanne zu einer CHF-Abwertung. Erwartete und unerwartete Zinsänderungen sind empirisch jedoch schwierig zu unterscheiden.

⁵ Wir verwenden als Mass für die Unsicherheit am Finanzmarkt den VIX-Index für die Volatilität im S&P 500 Index sowie den Zinsspread von italienischen gegenüber deutschen Staatsanleihen.

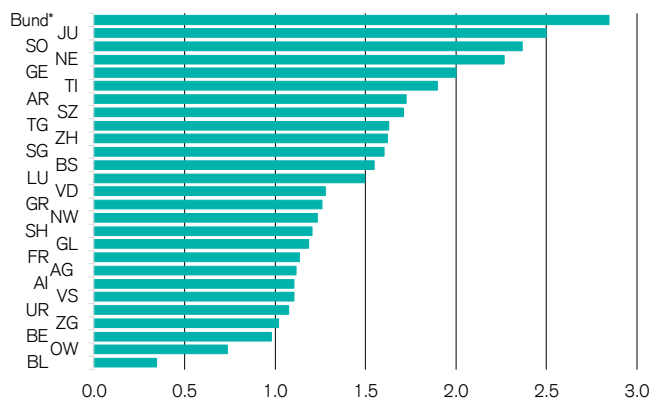
Fokus – Negativzinsen

Öffentliche Finanzen

Der Staat beziehungsweise die Steuerzahler sind unbestritten Nutzniesser der tieferen Zinssätze. Wir schätzen, dass Bund und Kantone zwischen 2008 und 2017 insgesamt rund CHF 23 Mrd. an Zinsen eingespart haben, davon allein der Bund CHF 13 Mrd. Die jährliche Ersparnis liegt zwischen 0.3% (Kanton Basel-Landschaft und seine Gemeinden) und 2.8% (Bund) der Gesamtausgaben. Wahrscheinlich werden in diesen Zahlen die Einsparungen noch unterschätzt, da die Negativzinsen, zu denen der Bund und einige Kantone Kredite aufnehmen können, schwierig zu erfassen sind.

Öffentlicher Sektor spart Milliarden ein

Geschätzte jährliche Einsparungen an Zinszahlungen, in % der gesamten Ausgaben für 2017



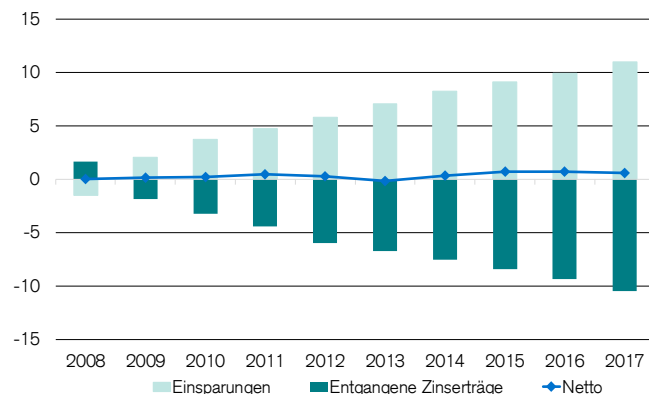
Quelle: Credit Suisse; * für 2018

Haushalte

Die Auswirkungen sinkender Zinsen auf die privaten Haushalte sind nicht eindeutig. Einerseits reduzieren sich die Zinsen auf Schulden (vor allem Hypotheken). Nach unserer Schätzung haben die Haushalte im Jahr 2017 im Vergleich zu 2007 über CHF 10 Mrd. eingespart. Andererseits müssen die Haushalte tiefere Einnahmen auf ihren Sparkonten und Obligationen hinnehmen. Wir schätzen, dass sich die zwei Werte derzeit etwa die Waage halten. Haushalte mit höheren Einkommen, die Schulden aufnehmen können, profitieren mehr von den tiefen Zinsen. Sie haben zudem bei Anlagen eine höhere Risikofähigkeit.

Neutraler Einfluss auf den «durchschnittlichen» Haushalt

Geschätzter jährlicher Einfluss tieferer Zinsen auf Haushalte, in CHF Mrd.

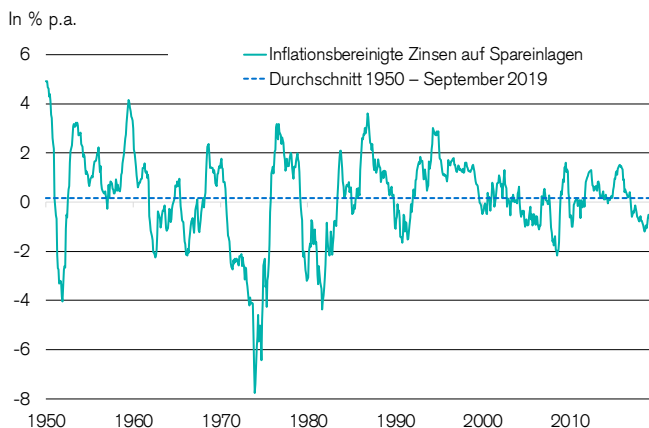


Quelle: Credit Suisse

Spareinlagen

Wie vorstehend erwähnt mussten die Haushalte einen Rückgang ihrer Zinseinkommen hinnehmen. Immerhin könnten viele Haushalte zumindest einen Teil ihrer Ersparnisse in Anlagen mit etwas höheren Renditen investieren. Tatsache ist aber, dass mehr als die Hälfte des Finanzvermögens der Schweizer Haushalte in Form von Bankeinlagen gehalten wird. Inflationsbereinigt war die Verzinsung der Sparkonten langfristig allerdings praktisch gleich null, und dies unabhängig von der Zinspolitik der Schweizerischen Nationalbank.

Langfristige Rendite auf Bankeinlagen knapp positiv



Quelle: SNB, Credit Suisse

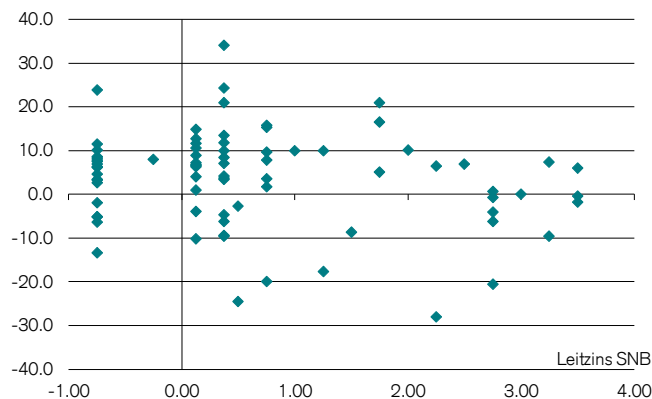
Fokus – Negativzinsen

Pensionskassen

Die sehr tiefen Renditen auf Obligationen werden zu einer grossen Herausforderung für die Pensionskassen. Wie im Hauptartikel erwähnt hat die SNB aber wenig Einfluss auf diese Zinsen. Die direkten Auswirkungen der Negativzinspolitik beschränken sich auf die von Pensionskassen gehaltene Liquidität. Diese entspricht derzeit rund 5% des Vermögens der Pensionskassen. Wie die Abbildung zeigt, korreliert die Rendite der Pensionskassen folglich auch nicht mit dem Leitzins der SNB. Das Hauptproblem der Pensionskassen (zu hohe Umwandlungssätze bzw. zu tiefes Pensionsalter) wird durch die Tiefzinspolitik verschärft.

SNB-Leitzins nicht ausschlaggebend für Pensionskassenrendite, aber für den technischen Zinssatz

Annualisierte vierteljährliche Rendite des Pensionskassenindex relativ zum Leitzins, in %



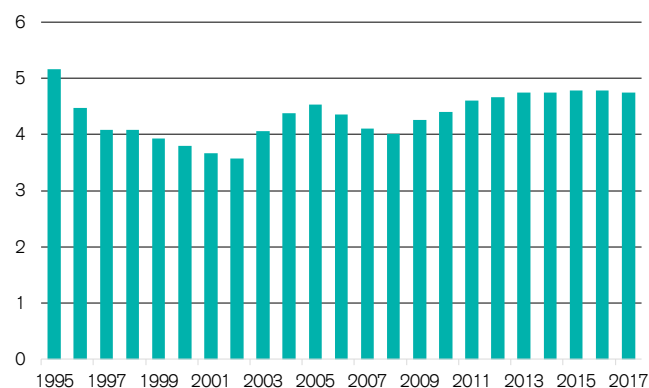
Quelle: SNB, Pensionskassenindex der Credit Suisse

Bauinvestitionen

Wenn die Zinssätze zu lange unter ihrem Gleichgewichtsniveau verharren, steigt theoretisch das Risiko einer Fehlallokation des Kapitals, d.h. Investitionen könnten auf Kosten von produktiveren in weniger produktive Projekte fließen. In der Schweiz wird argumentiert, dass die Negativzinspolitik die Wohnbauinvestitionen übermässig beflügelt habe. Allerdings zeigen die Daten, dass diese Investitionen nach der Rezession von 2008 nicht viel schneller als das BIP gestiegen sind. Seit 2013 sind die Wohnbauinvestitionen sogar im Einklang mit dem BIP gewachsen. Indes werden jedoch vor allem von institutionellen Anlegern sehr viele Mietwohnungen gebaut und die Leerstände in diesem Segment steigen.

Kapitalfehlllokation?

Bauinvestitionen in Wohnimmobilien, in % des BIP



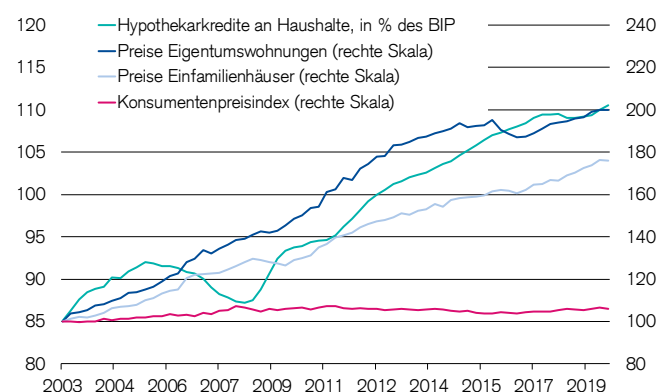
Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Haushaltsschulden und Immobilienpreise

Während das Bauvolumen im Vergleich zum BIP nicht übermässig zugenommen hat (vgl. oben), sind die Preise von Immobilien, vor allem von Eigentumswohnungen, seit 2008 wesentlich stärker gestiegen als der Konsumentenpreisindex. Die Beschleunigung des Bevölkerungswachstums hat dabei zwar eine wichtige Rolle gespielt, dieser Trend ist aber primär eine Folge der gesunkenen Zinssätze. Der resultierende Schuldenstand der Schweizer Haushalte, der im internationalen Vergleich sehr hoch ist, stellt ein Risiko dar, falls die Zinsen unerwartet stark steigen und/oder die Immobilienpreise unerwartet stark fallen sollten.

Starker Anstieg der Wohnimmobilienpreise und Schulden

Hypothekenkredite in % des BIP (linke Skala) und Transaktionspreisindex (1. Quartal 2003 = 100, rechte Skala)



Quelle: Datastream, SNB, Wüest Partner, Credit Suisse

Fokus – Negativzinsen

Freibetrag

Seit dem 1. November 2019 ist ein kleinerer Anteil der Girokonten der Geschäftsbanken bei der SNB dem Negativzinsatz unterstellt. Die SNB hat den sogenannten Freibetrag erhöht, wodurch zusätzliche rund CHF 119 Mrd. an Einlagen inländischer Banken bei der SNB vom Negativzins befreit werden. Dadurch dürften die Negativzinsausgaben der inländischen Banken um rund CHF 890 Mio. tiefer ausfallen als bisher. Mit der Erhöhung des Freibetrags hat sich die SNB Freiraum geschaffen, um die Zinsen falls nötig weiter senken zu können.

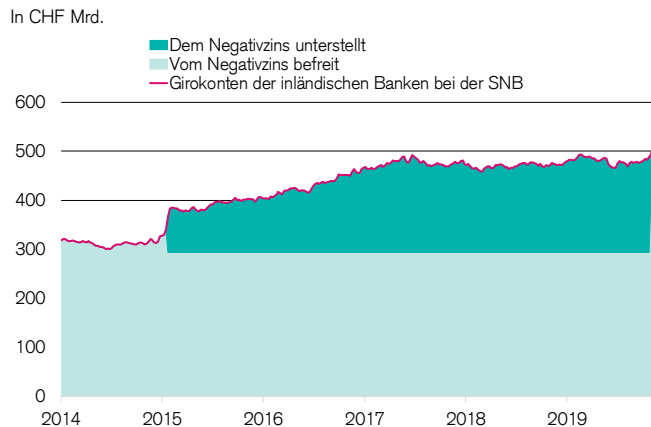
Weitergabe der Negativzinsen

Die exakten Kosten, die aufgrund der Negativzinspolitik der SNB bei den Banken anfallen, sind schwierig zu ermitteln. Die Banken waren bei der Weitergabe der Negativzinsen auf Kundeneinlagen bisher zurückhaltend, was ihre Passivmarge erodiert hat. Wir haben den Einfluss einer Senkung des Leitzinses um 25 Basispunkte auf die wichtigsten Bilanzpositionen der inländischen Banken geschätzt. Gemäss unserer Schätzung reduziert ein solcher Schritt die Zinsmargen der Banken um 1 bis 4.5 Basispunkte. Der Einfluss des Rückgangs der Kapitalmarktzinsen (Verflachung der Zinskurve) auf die Profitabilität der Banken dürfte generell stärker sein.

Gesamtwirkung auf inländische Banken

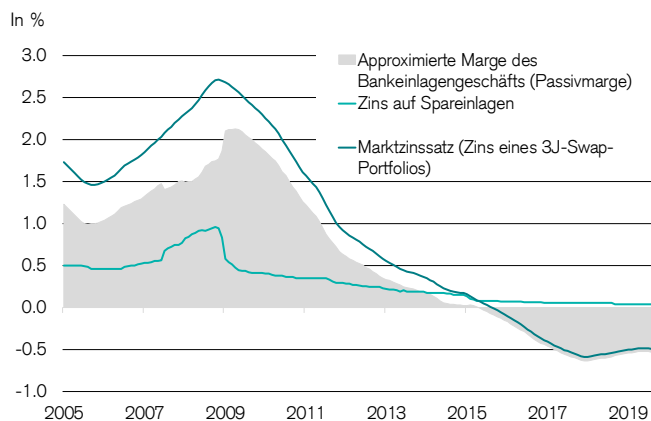
Aus regulatorischen Gründen müssen die Banken Schätzungen zu den Auswirkungen eines Anstiegs (beziehungsweise Rückgangs) des Zinsniveaus um 1.5 Prozentpunkte auf ihr Nettozinseinkommen veröffentlichen. Diese Daten (vgl. Abb. rechts für die zehn grössten inländischen Banken) liefern drei interessante Erkenntnisse. Die Ergebnisse sind von Bank zu Bank sehr unterschiedlich. Für einige würden paradoxerweise die Nettozinserträge steigen, wenn die Zinsen allgemein sinken. Ein allgemeiner Zinsanstieg hätte ausserdem wohl nur geringe positive Auswirkungen auf die hier dargestellte Bankenauswahl.

Girokonten der Banken bei der SNB



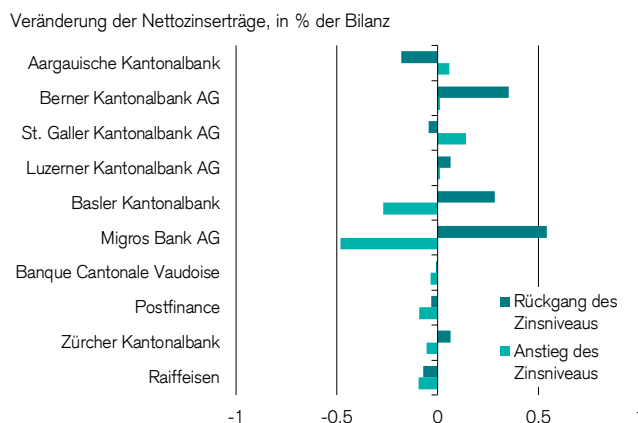
Quelle: SNB, Credit Suisse

Passivmarge der Banken unter Druck



Quelle: Bloomberg, SNB, Credit Suisse

Einfluss der Zinsentwicklung auf inländische Banken



Quelle: Offenlegungsberichte der Banken, Credit Suisse

Höhere Gewinnausschüttung?

Die Nationalbank (SNB) dürfte in den nächsten fünf Jahren Erträge von CHF 18 – 20 Mrd. jährlich abwerfen. Der erwartete Verlust im Worst-Case-Szenario würde sich auf rund CHF 75 Mrd. belaufen. Dennoch könnte unseres Erachtens eine Erhöhung der jährlichen Gewinnausschüttung an Bund und Kantone in Betracht gezogen werden.

Unsere Prognose für die Rendite der SNB-Fremdwährungsreserven war bisher zutreffend

Einmal jährlich aktualisiert unser Anlagestrategieteam seine Capital Market Assumptions (Kapitalmarktannahmen, CMAs) für die nächsten fünf Jahre für eine breite Palette von Finanzanlagen. Wir haben diese Prognosen bereits früher verwendet, um die voraussichtliche Performance der SNB-Währungsreserven zu simulieren. In einem Beitrag vom Juni 2018 (der auf den CMAs von 2017 beruhte) schätzten wir die Rendite der SNB-Fremdwährungsreserven auf 3.9% p.a. Die Abbildung unten links zeigt, dass diese Renditeprognose ziemlich genau zutrifft, und zwar selbst unter Berücksichtigung der Fremdwährungskäufe seitens der SNB in den Jahren 2018 und 2019.

Wir veranschlagen für die Fremdwährungsreserven eine Rendite von 2.5% jährlich

Die Aktualisierung der CMAs für 2019 hat mit Blick auf die erwartete Performance der SNB-Fremdwährungsreserven zwei Implikationen. Erstens dürfte die Rendite mit 2.5% p.a. in den nächsten fünf Jahren tiefer ausfallen. Zweitens ist auch das erwartete Risiko tiefer, wie das im Vergleich zu den Schätzungen des Jahres 2017 engere Konfidenzintervall der prognostizierten Entwicklung der Fremdwährungsreserven belegt. Auf Basis der aktuellen Höhe der Fremdwährungsreserven ergäbe sich bei einer erwarteten Rendite von 2.5% ein Ertrag von rund CHF 18 – 20 Mrd. jährlich. Gemäss unseren geschätzten Risikoparametern würde zudem im Worst-Case-Szenario ein durchschnittlicher Verlust von 9.6% (Conditional Value-at-Risk, 95%-Konfidenzintervall) oder CHF 75 Mrd. resultieren.

SNB könnte ihre jährliche Ausschüttung an Bund und Kantone erhöhen

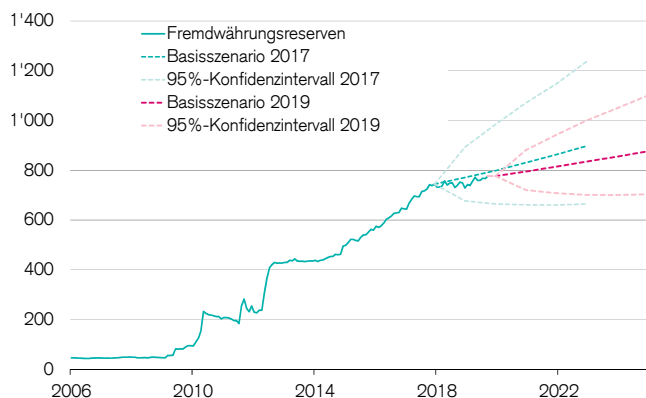
Das Eigenkapital der SNB stieg per Ende des 3. Quartals 2019 auf CHF 169.7 Mrd., wovon gemäss unseren Schätzungen CHF 90.6 Mrd. zur Ausschüttung an Bund und Kantone zur Verfügung stehen sollten. Derzeit ist diese Ausschüttung an Bund und Kantone gemäss Vereinbarung zwischen der SNB und dem Eidgenössischen Finanzdepartement für die Jahre 2016 bis 2020 nach oben bei CHF 2 Mrd. p.a. begrenzt. Bis Ende des nächsten Jahres werden die beiden Parteien die aktuelle Vereinbarung neu aushandeln. Die von uns prognostizierten künftigen Erträge auf den Fremdwährungsreserven legen nahe, dass sich selbst unter Berücksichtigung des Verlustrisikos eine Gelegenheit dazu bieten könnte, die jährliche Ausschüttung an Bund und Kantone zu erhöhen.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Wir danken Vojo Gunevski vom Investment-Management-Team der Credit Suisse für die Zurverfügungstellung der simulierten Renditen und Risikoschätzungen.

Prognostizierte Rendite der SNB-Fremdwährungsreserven

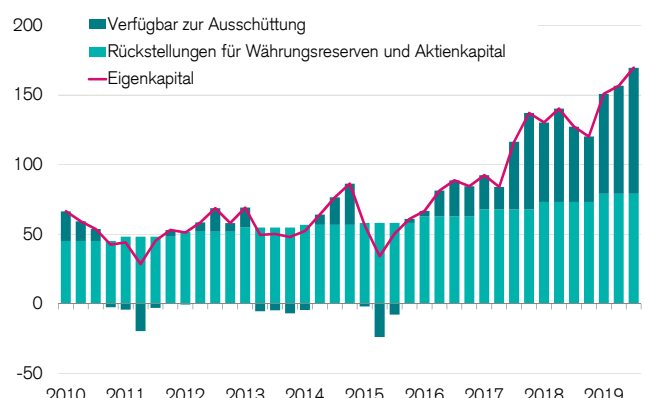
In CHF Mrd.



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Reichliche Reserven für künftige Gewinnausschüttungen

SNB-Eigenkapital, in CHF Mrd.



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Geldmarkt

Die Entscheidung der SNB, den Freibetrag anzuheben, über dem Geschäftsbanken ein Negativzins von 0.75% auf ihren Einlagen bei der SNB belastet wird, hat zu einer Zunahme der täglichen Volumen von Repogeschäften geführt. Bei Letzteren handelt es sich um kurzfristige (bis 12 Monate) besicherte Kreditgeschäfte zwischen Banken. Mit der Inkraftsetzung des neuen Freibetrags bei der SNB am 1. November 2019 wurden gewisse Banken gänzlich vom Negativzins ausgenommen. Sie können sich daher nun zu negativen Zinsen von anderen Banken Mittel ausleihen und diese dann zu 0% bei der SNB parkieren. Dieser Ausgleichsprozess erklärt die Zunahme der Transaktionsvolumen am Repomarkt.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Banknoten

Die Nachfrage nach Banknoten ist trotz sehr niedriger Zinsen bemerkenswert schwach geblieben. Insbesondere die Nachfrage nach Tausendfrankennoten ist nun schon seit fast einem Jahr rückläufig und hat mittlerweile so stark nachgegeben wie zuletzt 1990. Die Banknotennachfrage scheint sensibler auf Veränderungen der Zinsen als auf die eigentliche Höhe dieser Zinsen zu reagieren. Die schwache Nachfrage erklärt sich daher möglicherweise mit der Stabilität des Leitzinses in der Schweiz. Seit die SNB damit begonnen hat, ihre Geldpolitik mittels eines Leitzinsziels umzusetzen, hat sie dieses tatsächlich nie für derart lange Zeit unverändert belassen: Die letzte Anpassung erfolgte im Januar 2015.

maxime.botteron@credit-suisse.com

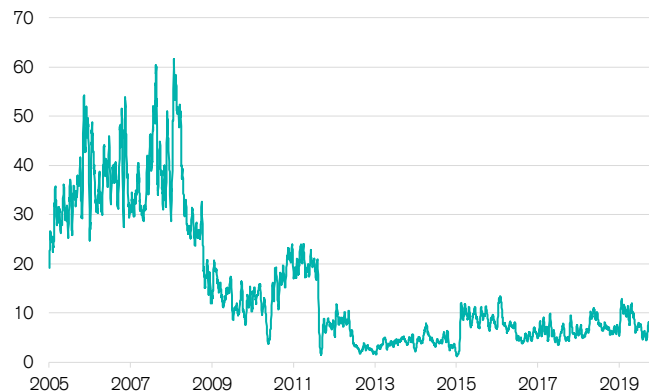
Devisenmarktinterventionen

Nachdem die SNB im Sommer 2019 erneut Fremdwährungskäufe getätigt hatte, hat sie gemäss unserer Analyse seit Oktober nicht mehr am Devisenmarkt interveniert. Im Zuge zunehmender Erwartungen hinsichtlich einer weiteren geldpolitischen Lockerung durch die Europäische Zentralbank (EZB) hat der CHF seit Juni gegenüber dem EUR aufgewertet. Tatsächlich senkte die EZB im September ihren Leitzins und reaktivierte zudem ihr Anleihenkaufprogramm. Allerdings reduzierte sie ihren Schlüsselsatz nicht so stark, wie die Finanzmärkte erwartet hatten, sodass der Aufwertungsdruck auf den CHF etwas nachliess. Damit sinkt letztlich auch die Notwendigkeit von Fremdwährungskäufen.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Zunahme der besicherten Interbankkredite

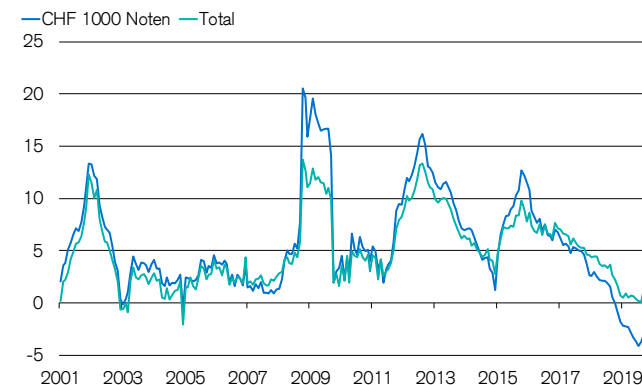
Täglicher Kreditumfang am CHF-Repomarkt (alle Laufzeiten, gleitender 10-Tages-Durchschnitt, in CHF Mrd.)



Quelle: SIX Swiss Exchange, Credit Suisse

Rückgang der umlaufenden Tausendfrankennoten

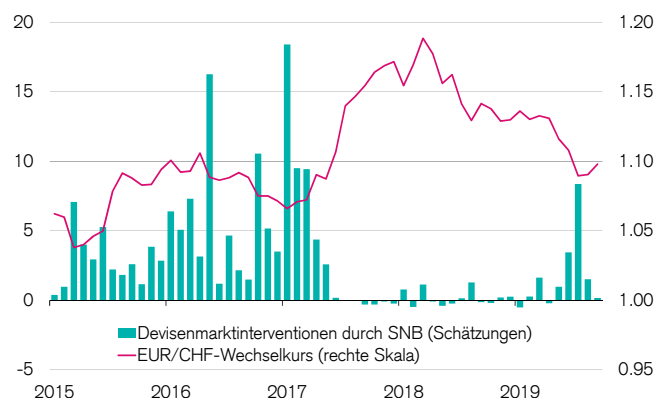
Zu- bzw. Abnahme der sich im Umlauf befindlichen Banknoten, in % ggü. Vorjahr



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

SNB interveniert seit Oktober nicht mehr am Devisenmarkt

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



Quelle: Datastream, Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Wohneigentum

Das Preiswachstum bei selbstgenutztem Wohneigentum hat sich jüngst wieder etwas abgeschwächt. Im 3. Quartal 2019 stiegen die Preise von Eigentumswohnungen um 2.2%. Damit lag ihr Wachstum deutlich unter dem langjährigen Mittel von 3.8%. Das Wachstum der Einfamilienhauspreise nahm ebenfalls ab, notierte mit 3.3% aber weiterhin knapp über dem langjährigen Mittel von 3.2%. Dank der intakten Nachfrage sowie einer rückläufigen Neubautätigkeit erwarten wir auch in den kommenden Quartalen ein preisliches Plus. Wegen der regulatorischen Richtlinien bei der Kreditvergabe dürfte dieses aber weiterhin beschränkt ausfallen.

thomas.rieder@credit-suisse.com

Mietwohnungen

Per 1. Juni 2019 standen in der Schweiz erstmals über 60'000 Mietwohnungen leer (2.64%). Die Zunahme fiel jedoch deutlich geringer aus als in den vergangenen fünf Jahren und betraf vorwiegend Regionen ausserhalb der Grossagglomerationen. Die Nachfrageseite des Mietermarktes konnte von der stabilisierten Zuwanderung und dem robusten Arbeitsmarkt profitieren. Gleichzeitig setzte sich der Trend zu einer anhaltenden Belebung der Bautätigkeit vorerst nicht fort. Die konjunkturelle Abkühlung und die ungebremste Nachfrage nach Immobilien als Anlageklasse könnten jedoch bereits 2020 wieder für ein stärkeres Leerstandswachstum sorgen.

fabian.waltert@credit-suisse.com

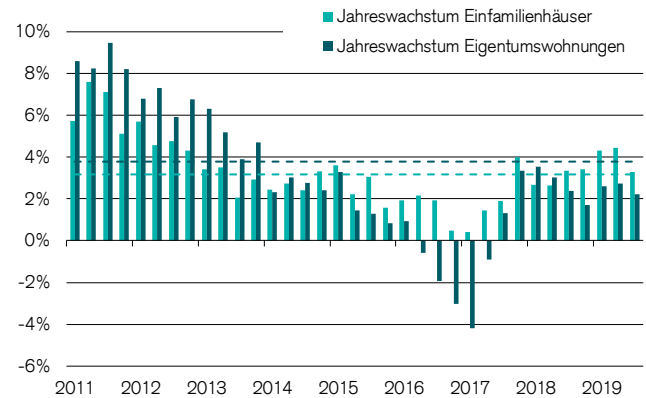
Büroflächen

Der starke Anstieg der Bürobeschäftigung hat vorübergehend zu einer hohen Nachfrage nach Büroflächen geführt. Mittlerweile nimmt diese jedoch aufgrund des tieferen Beschäftigungswachstums wieder ab. Für 2019 prognostizieren wir eine Zusatznachfrage von 486'000 m² und für 2020 eine solche von 253'000 m². In mehreren Kantonen führte die gute Wirtschaftsentwicklung zu einer Verbesserung der Leerstandssituation bei Büroflächen. Die aktuelle Abkühlung auf der Nachfrageseite dürfte daran nichts ändern, weil die gleichzeitig geringere erwartete Flächenausweitung allfälligen Ungleichgewichten vorbeugen sollte.

alexander.lohse@credit-suisse.com

Preiswachstum jüngst wieder etwas schwächer

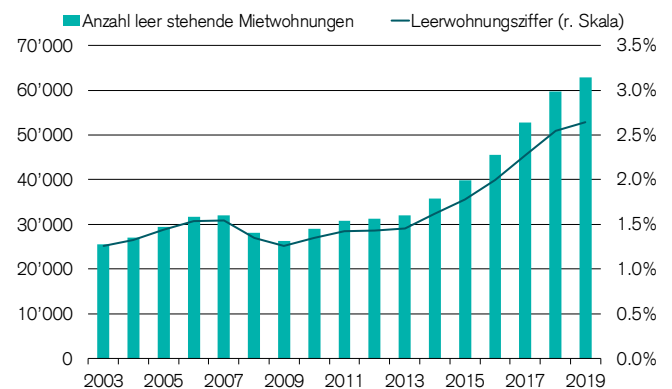
Jahreswachstumsraten; gestrichelte Linien: Durchschnitt 2000 – 2018



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 3. Quartal 2019

Verlangsamter Anstieg der Mietwohnungsleerstände

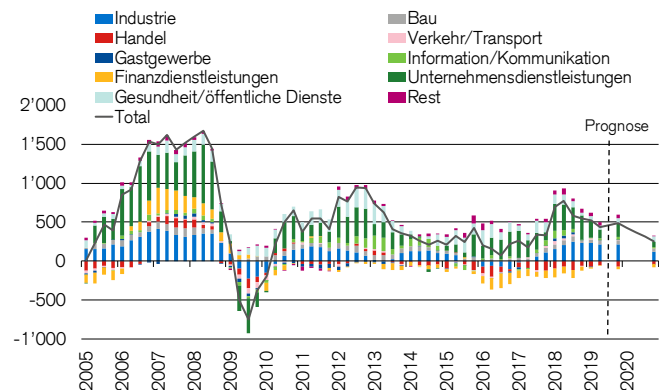
Leerwohnungsziffer Mietwohnungen, in % des Bestands, per 1. Juni 2019



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse; letzter Datenpunkt: 01.06.2019

Zusatznachfrage nach Büroflächen nimmt wieder ab

Geschätzte Zusatznachfrage im Vergleich zum Vorjahresquartal in 1000 m²; Prognosen für 4. Quartal 2019 und 2020



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

Credit Suisse Vorlaufindikatoren

Purchasing Managers' Index (PMI)

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

Credit Suisse Exportbarometer

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

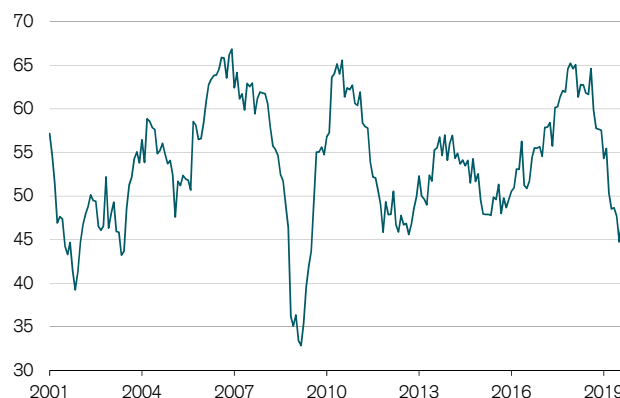
CS CFA Society Switzerland Indikator

Finanzanalysten sind am Puls der Wirtschaft. Zusammen mit der CFA Society Switzerland führen wir seit 2017 eine monatliche Befragung von Finanzanalysten durch: die Finanzmarkt-Umfrage 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

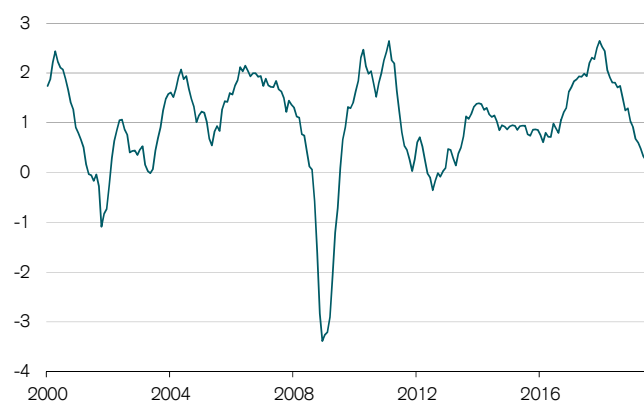
Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Exporte

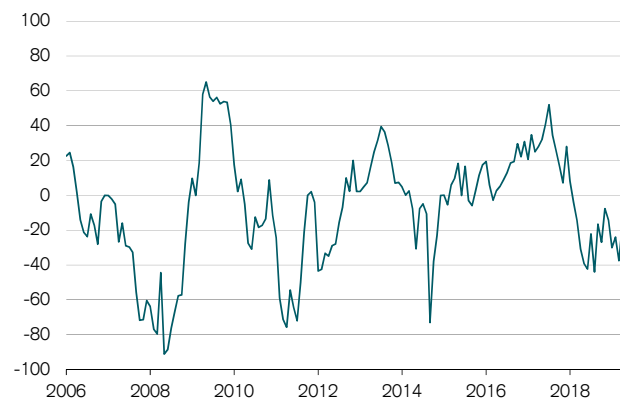
In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

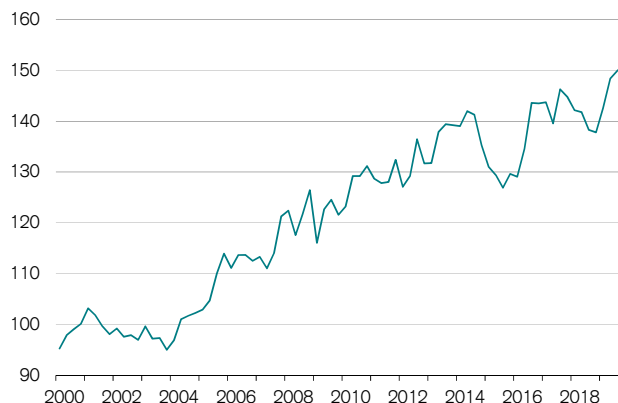
Credit Suisse Vorlaufindikatoren

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



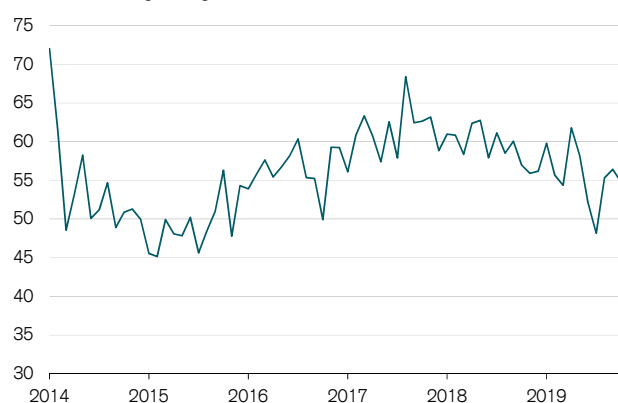
Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

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

	2019	2019	2019	2019P	2020P	2020P	2020P	2020P	2019P	2020P
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal		
BIP, YoY, in %	0.9	0.2	1.1	1.4	1.3	1.4	1.4	1.3	0.9	1.4
Privater Konsum	0.6	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.3
Staatskonsum	0.9	0.9	1.6	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2	1.0
Bruttoanlageinvestitionen	-0.5	-1.0	1.2	2.1	1.2	1.1	1.0	1.0	0.5	1.0
Bauinvestitionen	1.1	-0.6	0.3	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	0.4	1.0
Ausrüstungsinvestitionen	-1.3	-1.2	1.8	2.8	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	2.8	2.1	6.4	0.8	2.5	2.5	2.5	2.5	3.0	2.5
Importe (Güter und Dienstleistungen)	-0.5	-0.9	4.0	3.5	2.0	2.0	2.0	2.0	1.5	2.0
Inflation (in %)	0.6	0.6	0.3	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.5	0.4	0.3
Arbeitslosigkeit (in %)	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5	2.3	2.4
Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten, YoY, in %	1.5	1.2	1.1	0.9	0.7	0.9	0.9	1.0	1.2	0.9
Nettozuwanderung (in Tsd.)									55.0	55.0
Nominallohnwachstum, YoY, in %									0.5	0.7
Leistungsbilanz, in % des BIP									7.2	7.4

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

Prognosen für die Weltwirtschaft

Prognosen	Prognosen				Struktur		Bedeutung für die Schweiz	
	BIP		Inflation		Bevölkerung	BIP	Exportanteil	Importanteil
	ggü. Vorjahr, in %				in Mio.	in USD Mrd.	in %	in %
	2019	2020	2019	2020	2018	2018	2018	2018
Welt	2.6	2.5	2.7	2.8	7'530	84'740	100	100
USA	2.3	1.8	1.8	2.1	327	20'494	16.3	6.2
Eurozone	1.1	1.0	1.2	1.1	341	13'669	44.3	61.7
Deutschland	0.5	0.4	1.3	1.3	83	4'000	18.8	27.1
Frankreich	1.2	1.1	1.3	1.3	65	2'775	6.5	8.0
Italien	0.1	0.7	0.6	0.7	60	2'072	6.2	9.3
Grossbritannien	1.2	1.3	1.9	2.1	66	2'829	4.0	3.8
Japan	0.8	0.4	0.5	0.1	126	4'972	3.3	1.7
China	6.1	5.9	3.0	3.5	1'395	13'407	5.2	7.1

Quelle: Datastream, Internationaler Währungsfond, Credit Suisse

Zinsen und geldpolitische Angaben

	Aktuell	3M	12M		Aktuell	Vormonat	Vorjahr
SNB-Leitzins, in %	-0.75	-0.75	-0.75	Geldmenge M0 (CHF Mrd.)	562.7	568.4	548.0
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, in %	-0.40	-0.4	-0.3	Geldmenge M1 (in %, ggü. Vorjahr)	5.1	5.2	6.9
				Geldmenge M2 (in %, ggü. Vorjahr)	3.6	3.6	3.7
				Geldmenge M3 (in %, ggü. Vorjahr)	3.5	3.6	3.3
Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse				Devisenreserven (in CHF Mrd.)	788.0	767.7	787.4

Wichtige Informationen

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

Risikowarnung

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

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

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

Finanzmarktrisiken

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

Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und 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 Gewinn

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

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

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

Private Equity

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

Zins- und Ausfallrisiken

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

Investment Strategy Department

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

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

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

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

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

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

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

Verbreitende Unternehmen

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

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

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

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

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

19C013A_IS