

EU-Binnenmarkt würde Hochpreisinsel Schweiz nicht untergehen lassen

Monitor Schweiz | Dezember 2018

Impressum

Herausgeber: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products

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

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

Bestellungen

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

Druck

gdz AG, Zürich

Redaktionsschluss

7. Dezember 2018

Copyright

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

Mitwirkung

Ewelina Krankowska
Christine Mumenthaler
Andreas Weber
Tomasz Limberger

Liebe Leserinnen und Leser

Der amerikanische Komiker Groucho Marx (1890 – 1977) sagte, er würde nie einem Klub beitreten, der ihn als Mitglied aufnimmt. Bezogen auf den chaotischen Brexit-Prozess, aber auch auf unsere eigenen, anhaltenden Querelen um das Rahmenabkommen mit der Europäischen Union (EU) sollte man den Satz vielleicht umkehren und sagen: «Ich möchte nie diesen Klub verlassen, dessen Mitgliedschaft ich ablehne.» Oder direkter formuliert: Sowohl Grossbritannien als auch die Schweiz haben ein zutiefst gespaltenes – man könnte sogar sagen: etwas schizophrenes – Verhältnis zur EU.

In beiden Ländern gibt es laute Stimmen, die gegen die «Gängelung» oder gar «Unterwerfung» durch die EU wettern, und ihre Vertreter können ab und zu auch politische Achtungserfolge feiern, wie beispielsweise das Ja zur Masseneinwanderungsinitiative oder eben zum Brexit. Gewisse unnötige und sachlich nicht nachvollziehbare Drohgebärden der EU, wie die Nichtanerkennung der Schweizer Börse, stossen allerdings zu Recht auf Unverständnis. Jedoch scheint sich in beiden Ländern letztlich immer wieder die Erkenntnis durchzusetzen, dass man wohl doch besser – irgendwie – in diesem wenig geliebten «Klub» bleiben sollte. Wir gehen folglich davon aus, dass die Briten am Ende einen «weichen» Brexit wählen werden und sich in der Schweiz eine Mehrheit für ein Rahmenabkommen wird finden lassen.

Die Erklärung für dieses scheinbare Paradox liegt auf der Hand: Gesamtwirtschaftliche Interessen überwiegen auf lange Sicht die unterschiedlichen Ängste. Einen einfachen und rechtlich gesicherten Zugang zum grossen integrierten EU-Binnenmarkt zu haben, ist viel wert. Allerdings – und dieses Thema gehen wir in unserem Fokus-Artikel an – gibt es beträchtliche Fragezeichen darüber, inwieweit dieser Markt tatsächlich schon integriert ist. Die Analyse von detaillierten Preisdaten in den verschiedenen EU-Ländern zeigt nämlich, dass der Binnenmarkt noch grosse Mängel aufweist. Diese sind wohl nicht zuletzt auf Regulierungen zurückzuführen, die nationale oder regionale Sonderinteressen schützen.

Dass man im Gegenzug für eine Mitgliedschaft Kontrolle abgeben und sich den Regeln des Klubs beugen muss, ist offensichtlich. Die wichtigste Regel in der EU, die auch die emotionalsten Debatten schürt, ist jene der Freizügigkeit für Arbeitskräfte aus dem EU-Raum. Es ist klar, dass diese für den Zusammenhalt der politischen Union zentral ist. Mit vernünftigen Einschränkungen für Extremsituationen sowie für Immigranten aus dem Nicht-EU-Raum versehen, sollte sie aber auch für traditionell stark auf ausländische Arbeitskräfte angewiesene Länder wie die Schweiz und Grossbritannien kein Problem darstellen. Diese Erkenntnis scheint sich zumindest hierzulande durchgesetzt zu haben, auch wenn sie nochmals an der Urne getestet werden wird.

Vielleicht wird sich dann auch das Unwohlsein in Bezug auf die (De-facto-)Klubmitgliedschaft weiter legen. Generell hoffen wir, dass das kommende Jahr in Europa, aber auch anderswo wieder mehr von vernünftigem Diskurs statt von lauter Polemik geprägt sein wird.

Mit den besten Wünschen fürs neue Jahr



Thomas Gottstein
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler
CIO Office Schweiz

Globales Umfeld	5
Konjunktur Schweiz	6
Wachstumsverlangsamung	
Die Schweizer Wirtschaft dürfte 2019 um 1.7% wachsen und damit schwächer als 2018. Haupttreiber wird der private Konsum sein, wogegen sich der Wachstumsbeitrag des Aussenhandels und das Investitionswachstum abschwächen dürften.	
Konjunktur Monitor	7
Branchen Monitor	8
Fokus	10
Teilnahme am EU-Binnenmarkt würde Hochpreisinsel Schweiz nicht untergehen lassen	
Das hohe Schweizer Preisniveau widerspiegelt unseren Wohlstand, ist aber auch die Folge einer Marktabschottung. Erfahrungen aus dem EU-Binnenmarkt lassen jedoch vermuten, dass das Preisniveau hierzulande selbst bei einer Öffnung nicht auf breiter Front ins Rutschen käme.	
Geldpolitik	13
SNB dürfte 2019 CHF 2 Mrd. ausschütten	
Obwohl die Schweizerische Nationalbank (SNB) in den ersten drei Quartalen 2018 einen Verlust ausgewiesen hat, glauben wir, dass sie per Jahresende über ausreichend hohe Reserven verfügen wird, um 2019 CHF 2 Mrd. an Bund und Kantone ausschütten zu können.	
Geldpolitik Monitor	14
Anlegen	15
Der Populismus erhöht das Inflationsrisiko	
Die Credit Suisse ermittelt jeden Herbst drei zentrale Anlagethemen, die im Folgejahr die Finanzmärkte prägen könnten. Für 2019 ist eines davon der Aufstieg populistischer Regierungen und dessen Auswirkungen auf die Inflation.	
Immobilien Monitor	16
Credit Suisse Vorlaufindikatoren	17
Prognosen und Indikatoren	19

Europa

Die Lage am europäischen Arbeitsmarkt hat sich jüngst weiter verbessert, was den Privatkonsum auch 2019 stützen sollte. Der voraussichtlich solide Konsum dürfte denn auch dazu beitragen, dass sich die Wachstumsverlangsamung in der Eurozone trotz voraussichtlich geringerer Aussenhandelsaktivität 2019 in Grenzen halten dürfte. Da eine erste Zinserhöhung der Europäischen Zentralbank (EZB) frühestens für das 2. Halbjahr 2019 zu erwarten ist, wird der EUR höchstens moderat aufwerten. Zu den Extremrisiken zählen ein «harter» Brexit und eine Schuldenkrise in Italien – die wir beide als sehr unwahrscheinlich einschätzen.

sascha.jucker@credit-suisse.com

USA

Die anhaltenden Handelsquerelen zwischen den beiden grössten Volkswirtschaften scheinen die Stimmung der US-Unternehmen nicht einzutrüben: Der bei kleinen und mittleren US-Unternehmen (KMU) erhobene Geschäftslageindikator liegt momentan so hoch wie zuletzt im Jahr 2005. Während die Unternehmensinvestitionen in den USA aufgrund der positiven Stimmung voraussichtlich auch 2019 kräftig wachsen werden, dürften die Bauinvestitionen schwächer ausfallen, weil die Bau- und Finanzierungskosten infolge steigender Lohnkosten und sukzessiver Zinserhöhungen durch die US-Notenbank zunehmen.

sascha.jucker@credit-suisse.com

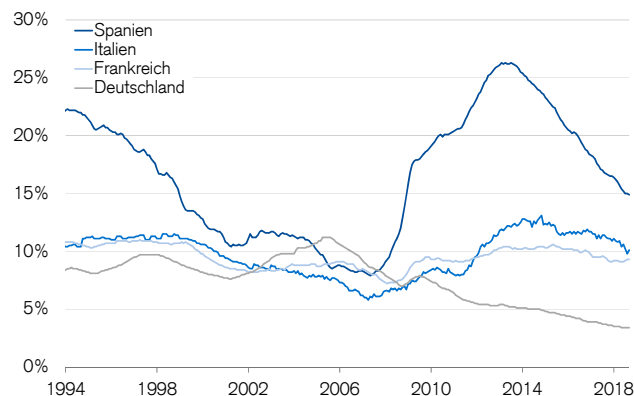
China

In China wird es voraussichtlich auch 2019 zu einer leichten Wachstumsverlangsamung kommen. Die hohe immobilienbezogene Verschuldung und der damit einhergehende Schuldendienst dürften die Konsumausgaben belasten, während das Wachstum der Investitionsausgaben voraussichtlich verhalten bleibt. Negative Effekte der US-Zölle dürfte die Zentralbank jedoch mittels Kreditstimuli und «künstlicher» Währungsabwertungen kompensieren. Der Beitrag Chinas zum globalen Wachstum sollte auch in nächster Zukunft beträchtlich bleiben.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Kontinuierliche Verbesserung der Arbeitsmarktlage

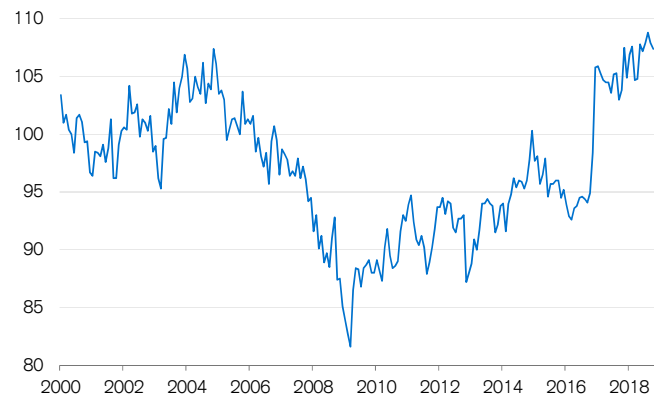
Arbeitslosigkeit, in %, saisonbereinigt



Quelle: Eurostat, Credit Suisse

Anhaltender Optimismus bei US-KMU

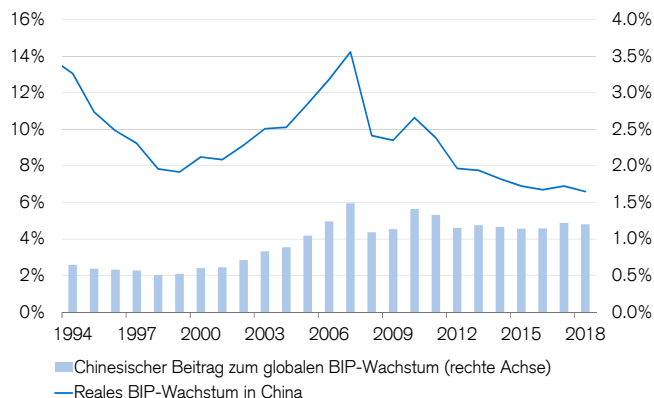
Geschäftslageindikator von KMU in den USA



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Chinas Wachstumsbeiträge nach wie vor gross

Reales BIP-Wachstum in China, in %, und chinesischer Beitrag zum globalen BIP-Wachstum in Prozentpunkten, kaufkraftbereinigt



Quelle: Weltbank, Credit Suisse; 2018: Schätzung Credit Suisse

Wachstumsverlangsamung

Die Schweizer Wirtschaft dürfte 2019 um 1.7% wachsen und damit schwächer als 2018. Haupttreiber wird der private Konsum sein, wogegen sich der Wachstumsbeitrag des Aussenhandels und des Investitionswachstum abschwächen dürften.

Schwäche des BIP-Wachstums im 3. Quartal scheint überzeichnet

Das Bruttoinlandprodukt (BIP) der Schweiz schrumpfte im 3. Quartal 2018 um 0.2%, nachdem es zuvor während sechs Quartalen stark gewachsen war. Die Korrektur ist jedoch vor allem durch temporäre Faktoren bedingt: Die herrschende Hitze führte beispielsweise zu tieferen Umsätzen im Detailhandel (vgl. Abb.) und einer geringeren Stromproduktion in Wasserkraftwerken. Zudem konnte sich die Schweiz der – wohl ebenfalls zumeist vorübergehenden – Schwäche in der deutschen Autoindustrie nicht entziehen. Zur Erinnerung: In die «autolastigen» deutschen Bundesländer Bayern und Baden-Württemberg wird rund doppelt so viel exportiert wie nach China. Dementsprechend gehen wir unverändert davon aus, dass das BIP 2018 um 2.7% wachsen wird.

Schwächere Wachstumsimpulse aus dem Ausland

Der Wachstumsbeitrag des Aussenhandels wird 2019 wahrscheinlich weiter abnehmen. Aus der Abbildung unten rechts ist ersichtlich, dass sich das Exportwachstum in den zyklischen Branchen bereits abgeschwächt hat, während die Entwicklung der Pharma-Exporte (einmal mehr) stützend wirkte. Die Folgen der schwächeren Exportdynamik für die Industrie sollten sich gemäss dem Schweizer Einkaufsmanagerindex (PMI) jedoch in Grenzen halten. Dieser vorlaufende Index hat sich jüngst auf einem nach wie vor überdurchschnittlichen Niveau stabilisiert. Folglich dürfte auch das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen intakt bleiben, sich aber ebenso abschwächen. Bei den Bauinvestitionen erwarten wir ebenfalls ein tieferes Wachstum, weil das Überangebot am Mietwohnungsmarkt steigt und die Auftragsbücher allmählich dünner werden.

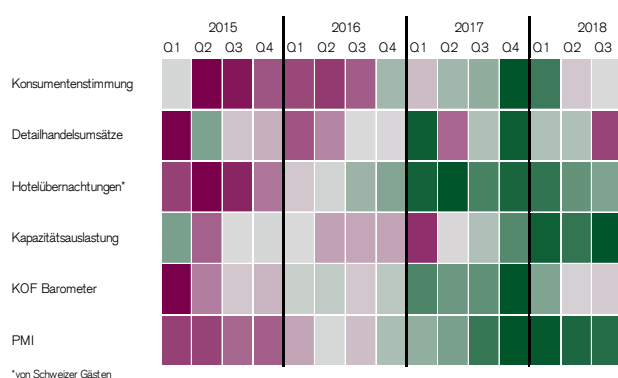
Stärkeres Konsumwachstum im Inland

Im Gegensatz dazu sollte sich das Wachstum des privaten Konsums 2019 sogar etwas beschleunigen. Die Zuwanderung hat sich zwar mittlerweile auf tieferem Niveau stabilisiert, weshalb von diesem bislang wichtigsten Wachstumstreiber keine zusätzlichen Impulse zu erwarten sind. Die verbesserte Arbeitsmarktlage im Allgemeinen und die sinkende Arbeitslosenquote im Besonderen dürften sich aber positiv auf die Konsumentenstimmung auswirken und damit zu einem robusten Wachstum des Privatkonsums beitragen. Steigende Gesundheitsausgaben und nach wie vor leicht anziehende Ausgaben im Bereich «Wohnen» (vor allem Mieten und Hypothekenzinszahlungen) tragen auch im kommenden Jahr zum Konsumwachstum bei. Die Beschleunigung des Konsumwachstums vermag aber die Verlangsamung der anderen Nachfragekomponenten nicht zu kompensieren. Unter dem Strich prognostizieren wir daher für 2019 ein tieferes BIP-Wachstum von 1.7%.

claude.maurer@credit-suisse.com

Detailhandel litt im 3. Quartal 2018 unter der Hitze

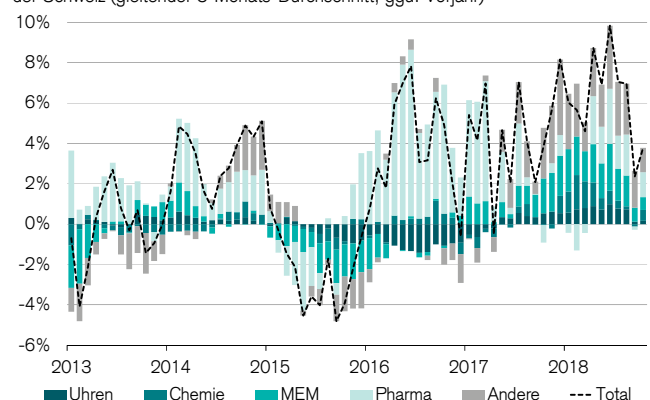
Heatmap; grün = überdurchschnittlich, rot = unterdurchschnittlich



Quelle: Datastream, BFS, GfK, Credit Suisse

Zyklische Sektoren mit tieferem Exportbeitrag

Nominales Exportwachstum, in %, und Beitrag nach Branchen, in Prozentpunkten, in der Schweiz (gleitender 3-Monats-Durchschnitt, ggü. Vorjahr)



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

Inflation

Das Schweizer Preisniveau wird 2019 moderat steigen, wobei insbesondere binnenorientierte Dienstleistungen teurer werden dürften. Nur verhalten zunehmen sollten demgegenüber die Wohnungsmieten, zumal höhere Leerstände hier preisdämpfend wirken. Die Weltmarktpreise für Rohöl notieren zurzeit zwar tiefer, wir gehen aber davon aus, dass sie sich bald erholen werden. Darüber hinaus ist der Wasserstand im Rhein – über den knapp ein Drittel des Erdöls geliefert wird – momentan derart tief, dass die Transportkosten stark angezogen haben. Insgesamt rechnen wir für 2019 mit einer Inflationsrate von 0.7%.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Arbeitsmarkt

Die Lage am Schweizer Arbeitsmarkt hat sich jüngst weiter verbessert. Das Beschäftigungswachstum verlangsamte sich im 3. Quartal 2018 zwar leicht, die Abschwächung war aber grösstenteils auf das staatsnahe Gesundheits- und Sozialwesen und somit auf den öffentlichen Sektor zurückzuführen. Im Industriesektor zog die Beschäftigung hingegen nochmals an. Gemäss unserer Umfrage bei den Schweizer Einkaufsmanagern dürften die Industriefirmen auch in den kommenden Monaten zusätzliche Arbeitskräfte anstellen.

sascha.jucker@credit-suisse.com

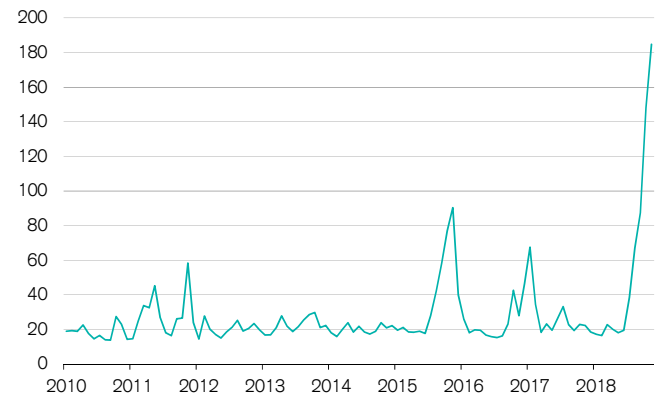
Zuwanderung

Die Zuwanderungszahlen nach Nationalität lassen eine Trendwende bei Deutschen und Italienern erkennen. In den ersten neun Monaten des laufenden Jahres hat der Wanderungssaldo deutscher Staatsbürger um 18% zugenommen, derjenige von Italienern um 10%. Die Nettozuwanderung aus diesen beiden Herkunftsländern bleibt jedoch immer noch deutlich unter den jeweiligen Höchstwerten aus den Jahren 2008 bzw. 2015. Der Wanderungssaldo aus Deutschland macht heute lediglich ein Sechstel des damaligen Spitzenwertes aus, bei den Italienern sind es rund 60%.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

Transportkosten für Erdölprodukte sind stark gestiegen

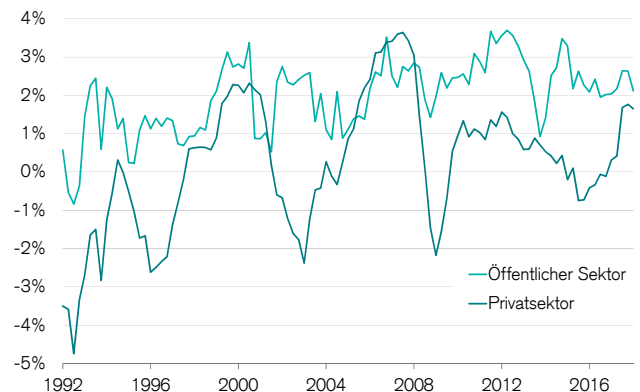
Rheinfrachtkosten, in CHF pro Tonne (monatlicher Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

Beschäftigungswachstum vermehrt auch im Privatsektor

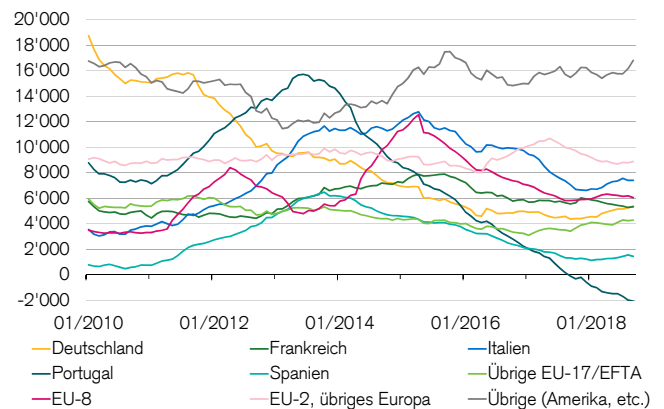
Beschäftigungswachstum ggü. dem Vorjahr in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Wieder mehr Deutsche und Italiener

Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung, 12M-Summe



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Chemisch-pharmazeutische Industrie

Die Exporte der chemischen Industrie nahmen von Juli bis Oktober 2018 um 7.3% zu, diejenigen der Pharmaindustrie um 4.0% (jeweils ggü. Vorjahr). Dies geht vor allem in der chemischen Industrie mit einer auch im Oktober noch sehr positiven Einschätzung der Geschäftslage einher. Wir rechnen für diese Branche 2019 zwar erneut mit Wachstum, aufgrund einer leicht schwächeren Weltkonjunktur dürfte sich dieses aber verlangsamen. Die Pharmaindustrie profitiert derweil weiterhin vom demografisch bedingten Nachfrageswachstum, Patentabläufe und Preisdruck dürften sich in den nächsten Jahren jedoch tendenziell dämpfend auf die Umsatzentwicklung auswirken.

andreas.christen@credit-suisse.com

Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM)

Die MEM-Industrie erfreut sich weiterhin einer guten bis sehr guten Geschäftslage. Im Export wurden die hohen Wachstumswerte des 1. Halbjahres 2018 (+9.9% ggü. Vorjahr) in den letzten Monaten zwar nicht mehr erreicht, mit einem Plus von 4.3% im Zeitraum Juli bis Oktober 2018 blieb die Entwicklung aber dynamisch. Mit Ausnahme von Südkorea generierten im bisherigen Jahresverlauf 2018 alle wichtigen ausländischen Absatzmärkte starke Impulse. 2019 dürfte sich die Auslandnachfrage angesichts der Verlangsamung der globalen Konjunktur jedoch etwas abkühlen, was zu einer weiteren Wachstumsverflachung in der MEM-Industrie führen wird.

emilie.gachet@credit-suisse.com

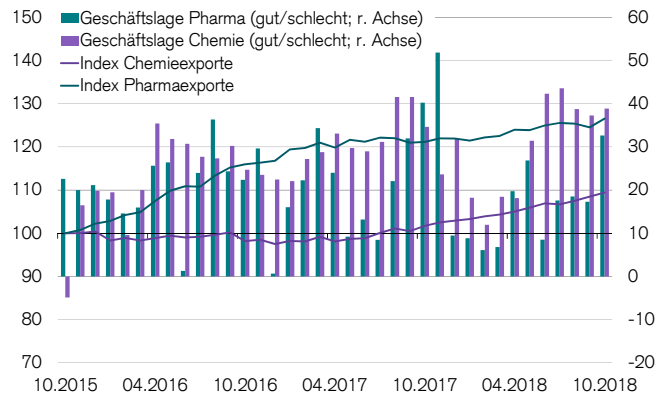
Uhrenindustrie

Die Uhrenexporte nahmen im Zeitraum Juli bis Oktober 2018 erneut zu (+3.1% ggü. Vorjahr), wenn auch weniger stark als im 1. Halbjahr (+10.6%). Die Produktion lief in den letzten Monaten auf Hochtouren, und im 3. Quartal waren die Kapazitäten so stark ausgelastet wie seit Ende 2014 nicht mehr. Die Aussichten der Branche für das kommende Jahr sind somit nach wie vor positiv, das Wachstum dürfte aber tiefer ausfallen als 2018. Eine Unsicherheit bildet insbesondere die Konjunkturverlangsamung im wichtigen Absatzmarkt China.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Chemische Industrie wächst weiter

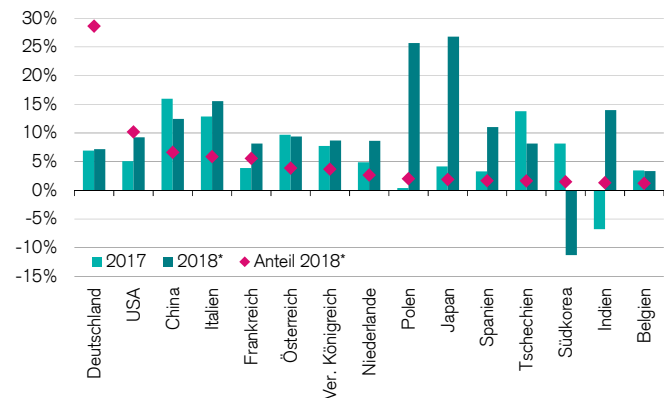
Exporte: gleitender 12-Monats-Durchschnitt, Index: Oktober 2015 = 100; Geschäftslage: Anteil der befragten Unternehmen, Saldi in Prozentpunkten



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

Geografisch breit abgestütztes Exportwachstum

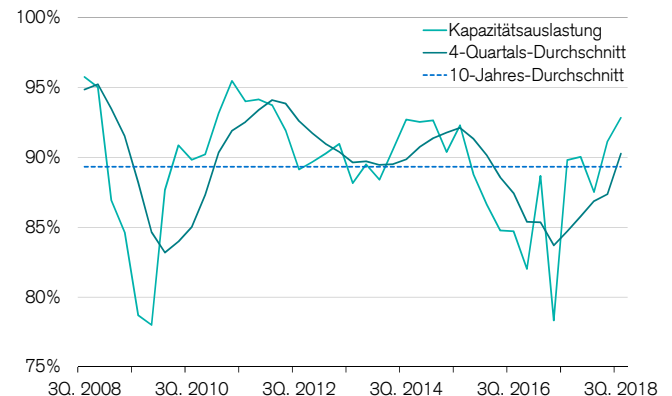
Exporte: Veränderung ggü. Vorjahr und Anteil an den gesamten MEM-Exporten, in %



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse; * Januar – Oktober

Gut ausgelastete Produktionskapazitäten

Durchschnittlicher Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten, in %



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, Credit Suisse

Detailhandel

Die Umsätze im Detailhandel stagnierten im 3. Quartal 2018 (+0.1% ggü. Vorjahr). Die verhältnismässig hohen Temperaturen unterstützten das Umsatzwachstum im Food-Segment (+1.7%), wogegen im Non-Food-Handel beispielsweise die Bekleidungsdetailisten einen beträchtlichen Teil ihrer Winterkollektion wegen des warmen Herbsts mit Preisabschlägen verkaufen mussten. Insgesamt sanken die Umsätze des Non-Food-Segments im 3. Quartal um 1.6%. Für das gesamte Jahr dürften die Non-Food-Umsätze um rund 0.8% zurückgehen, während der Lebensmitteldetailhandel voraussichtlich um 1.5% zulegen wird.

sascha.jucker@credit-suisse.com

Tourismus

Mit einem Anstieg der Übernachtungen um 3.2% zwischen Mai und Oktober erfreute sich das Gastgewerbe im Alpenraum einer der besten Sommersaisons der letzten zehn Jahre. Für die angelaufene Wintersaison sind die makroökonomischen Aussichten weiterhin gut. So dürfte beispielsweise das Beschäftigungs- und Einkommenswachstum auch 2019 anhalten. Dies wird insbesondere die Nachfrage seitens einheimischer Touristen ankurbeln. Das hohe Wachstum der Logiernächte in der Wintersaison 2017/2018 (+4.3%), das auch dem Schneesegen zu verdanken war, wird aber schwierig zu übertreffen sein.

sascha.jucker@credit-suisse.com

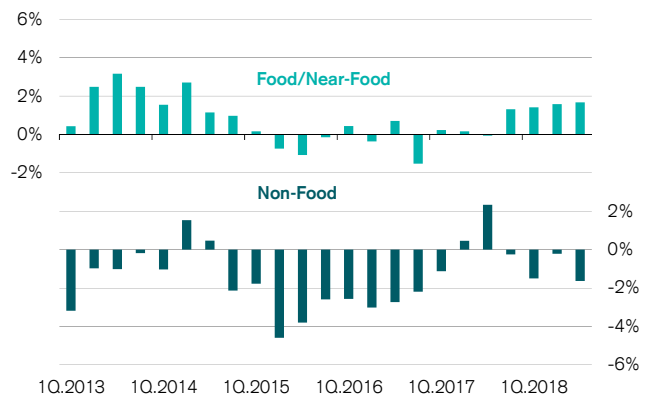
Informationstechnologie (IT)

Der Geschäftsgang in der IT-Branche ist nach wie vor positiv, obwohl er sich laut verschiedenen Indikatoren im 3. Quartal 2018 gegenüber den Vorquartalen erneut etwas abgeschwächt hat. Auch 2019 dürfte die Nachfrage nach IT-Dienstleistungen dank des anhaltenden Trends zur Digitalisierung solid bleiben. Für viele IT-Firmen stellt allerdings die Schwierigkeit, genügend Fachpersonal zu finden, einen wichtigen Bremsfaktor dar. Die Quote der offenen Stellen hat in der IT-Branche in den letzten Quartalen deutlich zugenommen und ist derzeit fast dreimal höher als im gesamten Dienstleistungssektor.

emilie.gachet@credit-suisse.com

Wetterpech im Non-Food-Segment

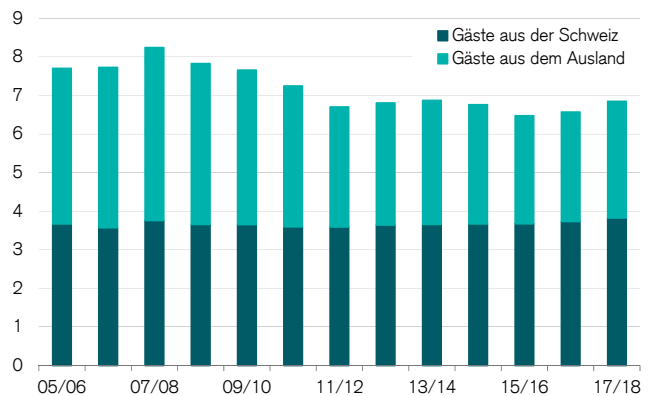
Nominale Detailhandelsumsätze, Wachstum ggü. Vorjahresquartal



Quelle: GfK, Credit Suisse

Gute konjunkturelle Vorzeichen für die Wintersaison

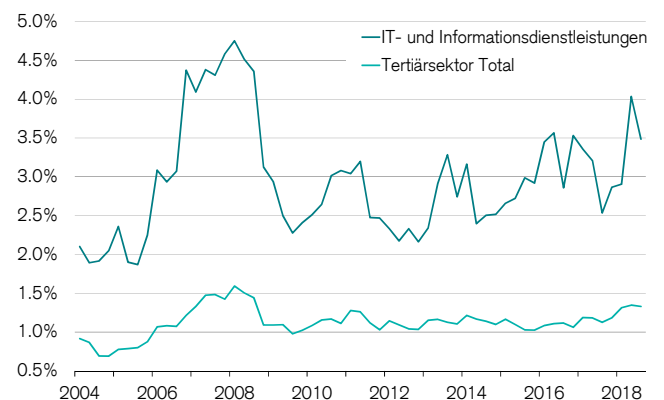
Logiernächte in Hotels, Kurbetrieben und Jugendherbergen im Alpenraum während der Wintersaison (November bis April), in Mio.



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Die IT-Branche hat Mühe, offene Stellen zu besetzen

Quote der offenen Stellen, in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Teilnahme am EU-Binnenmarkt würde Hochpreisinsel Schweiz nicht untergehen lassen

Das hohe Schweizer Preisniveau widerspiegelt unseren Wohlstand, ist aber auch die Folge einer Marktabschottung. Erfahrungen aus dem EU-Binnenmarkt lassen jedoch vermuten, dass das Preisniveau hierzulande selbst bei einer Öffnung nicht auf breiter Front ins Rutschen käme.

Schweiz ist das zweit teuerste Land Europas

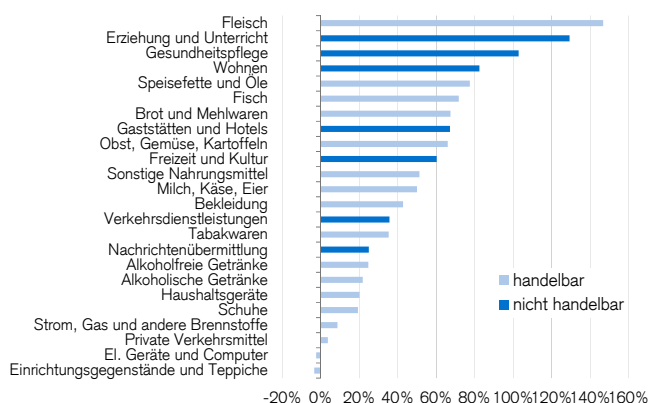
Die Schweiz hat das zweithöchste Preisniveau Europas – einzig der abgelegene Inselstaat Island ist noch teurer. Auf Rang drei folgt Norwegen. Damit befinden sich die drei teuersten Länder alle ausserhalb der Europäischen Union (EU). Die Ränge vier und fünf gehen an Dänemark und Schweden und damit an Länder, die zwar in der EU sind, aber nicht den EUR als Währung haben. Deutlich höher als im umliegenden Ausland sind in der Schweiz vor allem die Preise für standortgebundene, nicht einfach handelbare Dienstleistungen (z.B. «Erziehung und Unterricht», «Gesundheitspflege» oder «Wohnen») sowie für Waren mit politischem Wettbewerbsschutz (z.B. «Fleisch oder andere Nahrungsmittel», vgl. Abb.). Günstiger ist die Schweiz nur bei den sehr gut handelbaren und vor Wettbewerb nicht geschützten elektronischen Geräten und Einrichtungsgegenständen, die generell nicht in der Schweiz hergestellt werden.

Hohes Preisniveau ist auch die Kehrseite des Wohlstands

Ein Teil des hohen Schweizer Preisniveaus ist offensichtlich die Kehrseite des hohen Lebensstandards, besteht doch ein signifikanter Zusammenhang zwischen der am Bruttoinlandprodukt (BIP) pro Einwohner gemessenen Wirtschaftsleistung eines Landes und dem Preisniveau (vgl. Abb.). Dieser theoretisch zu erwartende Zusammenhang – in reichen Hochlohnländern müssen auch standortgebundene Dienstleister wie Ärzte oder Lehrer konkurrenzfähige Löhne erhalten, was zu einem generell höheren Preisniveau führt – erklärt einen Grossteil der unterschiedlichen Preisniveaus innerhalb Europas. Ein immer noch beträchtlicher Teil der Preisniveaudifferenz bleibt aber unerklärt, und insbesondere in reicheren Ländern wie der Schweiz scheint der Zusammenhang zwischen Wirtschaftsleistung und Preisniveau schwächer zu sein. So ist beispielsweise das Preisniveau in ebenfalls wohlhabenden Ländern wie Luxemburg, Irland, Deutschland oder den Niederlanden deutlich tiefer als hierzulande.

Auch handelbare Güter sind hierzulande teurer

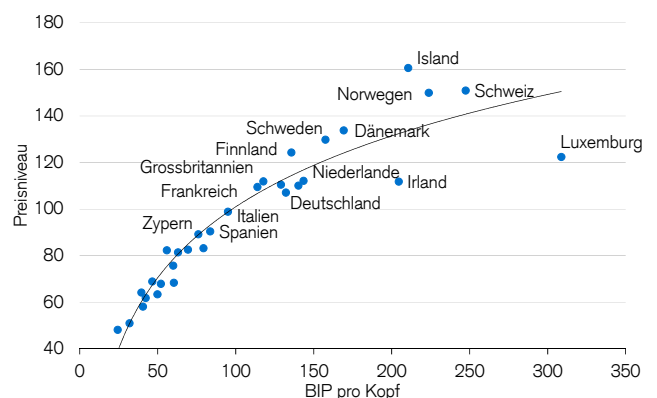
Abweichung der Schweiz vom Preisniveau der EU-28, 2016



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Deutlicher Zusammenhang zwischen Preisniveau und Wirtschaftsleistung

Preisniveau und reales BIP pro Kopf (in EUR), 2017 (EU-28 = 100)



Quelle: Eurostat, Credit Suisse

EU bekämpft überhöhte Preise mittels Marktöffnung

Angesichts der höheren Schweizer Preise für Produkte mit politischem Wettbewerbsschutz und der Dominanz der Nicht-EU-Mitglieder auf der Rangliste der Preisniveaus liegt die Hypothese nahe, dass der Protektionismus bzw. die nicht vollständige Teilnahme am EU-Binnenmarkt mitverantwortlich für das höhere Preisniveau ist. In der Tat trimmt Wettbewerb die Märkte auf Effizienz und führt in der Regel zu tieferen Preisen. Gemäss erklärtem Ziel der EU sollen diese positiven Kräfte des Wettbewerbs im EU-Binnenmarkt mittels freier Zirkulation von Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital freigesetzt werden.

Preiskonvergenz findet zwar statt, hat aber viele Gründe

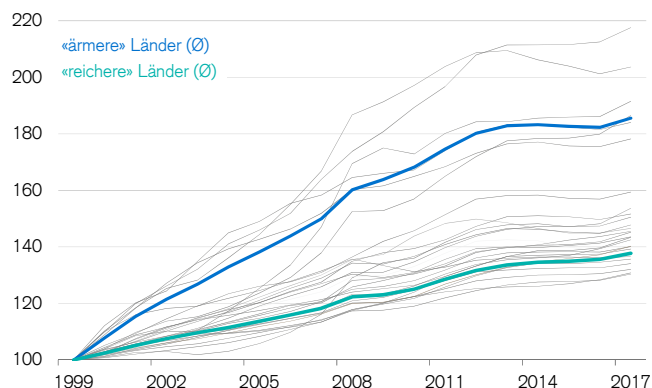
Gemessen an der Entwicklung der Preisniveaus in den vergangenen zwei Jahrzehnten war die Liberalisierung des EU-Binnenmarktes auf den ersten Blick denn auch ein Erfolg. Wie in einem Binnenmarkt zu erwarten wäre, haben sich die Preisniveaus zwischen den einzelnen Ländern der EU seit 1999, dem Zeitpunkt der Einführung des EUR, angeglichen, hat doch der Variationskoeffizient um insgesamt knapp 10 Prozentpunkte abgenommen. Die Konvergenz der Preisniveaus dürfte neben der Marktöffnung aber auch der allgemeinen wirtschaftlichen Angleichung der Länder geschuldet sein. In den wirtschaftlich schwächeren Ländern der EU hat das BIP pro Kopf seit 1999 überdurchschnittlich stark zugenommen (vgl. Abb.), und erwartungsgemäss sind auch die Preise gestiegen (vgl. Abb.). Dies ist ein klares Indiz dafür, dass die wirtschaftliche Konvergenz bei der Einebnung der Preisniveaus eine wichtige Rolle spielte. Dass sich auch die Preisniveaus von nicht handelbaren Dienstleistungen angeglichen haben (vgl. Abb. folgende Seite), spricht ebenfalls dafür, dass die Preiskonvergenz nicht nur auf die Marktöffnungsmechanismen zurückzuführen ist. Darüber hinaus haben sich die Wechselkursentwicklungen innerhalb Europas seit 1999 ebenfalls angeglichen, und bei mittlerweile 19 Ländern kann es wegen der Übernahme des EUR gar keine Wechselkursschwankungen mehr geben.

Mehr als die Hälfte durch Wachstum und Wechselkurs erklärt

Der Einfluss des Wirtschaftswachstums und der Wechselkursentwicklung auf die Veränderungen des Preisniveaus zwischen 1999 und 2017 kann wegen der Kürze der Zeitreihe zwar nicht für jedes Land einzeln geschätzt werden. Dank einer Schätzmethode, welche die Entwicklung sämtlicher neun Nicht-EUR-Länder der EU simultan berücksichtigt, kann der Einfluss dieser Faktoren aber zumindest im Durchschnitt quantifiziert werden. Demnach erklären die beiden Einflussfaktoren Wirtschaftswachstum und Wechselkurs zusammen zu fast gleichen Teilen etwas mehr als die Hälfte der Unterschiede in der Preisentwicklung, wobei dieser Befund auch gilt, wenn nur die gut handelbaren Konsumgüter betrachtet werden. Der Umkehrschluss, dass die unerklärten jeweils rund 45% einzig eine Folge der Liberalisierung sind, ist demgegenüber nicht statthaft, gibt es doch auch zahlreiche andere unbeobachtete und damit in der Schätzung nicht berücksichtigte Faktoren, welche die Preisniveaumentwicklung beeinflussen. Dazu zählen lokale Präferenzen, Transportkosten, Wettereinflüsse und Steueranpassungen.

Der stärkere Preisanstieg in den ärmeren Ländern ...

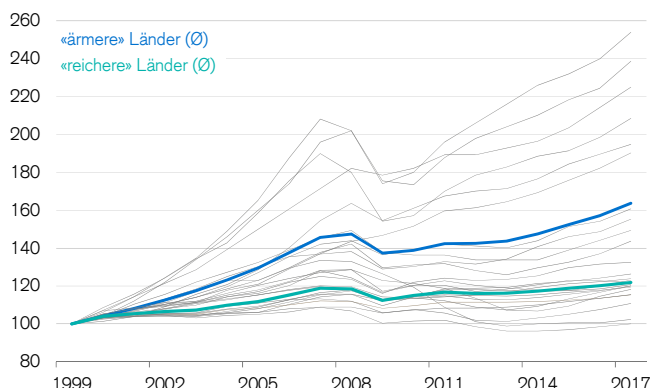
Entwicklung des Preisniveaus, Index 1999 = 100 (ohne Rumänien)



Quelle: Eurostat, Credit Suisse

... ist auch Folge des dynamischeren Wirtschaftswachstums

Entwicklung des realen BIP pro Kopf, Index 1999 = 100 (ohne Irland)



Quelle: Eurostat, Credit Suisse

Preiskonvergenz ist bei EUR-Gründungsländern geringer, ...

Tatsächlich dürfte der direkte Effekt des EU-Binnenmarktes auf die Veränderung der Preisniveaus geringer sein als derjenige des Wechselkurses und des Wirtschaftswachstums. Darauf deutet unter anderem auch die Tatsache hin, dass die Preiskonvergenz bei denjenigen EU-Ländern, die dem Binnenmarkt im Rahmen der EU-Osterweiterung beitraten, am ausgeprägtesten war – also bei Ländern, in denen die Wechselkurskonvergenz und die wirtschaftliche Angleichung ausgehend von einem tendenziell tieferen Wohlstands- und Preisniveau am stärksten waren. Insgesamt nicht mehr weiter angeglichen haben sich hingegen die Preisniveaus zwischen den elf Ländern, die den EUR seit seiner Einführung 1999 verwenden (EU 11). Diese Länder waren generell schon vorher wirtschaftlich homogener als die gesamte EU, und der Wechselkurseffekt fiel dank der Einheitswährung von Beginn an vollständig weg. Aus der Abbildung rechts ist ersichtlich, dass sich die Preise von rund der Hälfte der Güter und Dienstleistungen zwar angeglichen haben, der Unterschied bei der anderen Hälfte aber mit der Zeit sogar noch zugenommen hat. Grösser wurde die Differenz dabei auch bei einigen handelbaren Gütern, was nicht wirklich der zu erwartenden Entwicklung in einem vollintegrierten Binnenmarkt entspricht. Immerhin liefen die Preisniveaus in Dienstleistungsbereichen wie «Erziehung und Unterricht» sowie «Gesundheitspflege» (und bei den stark durch Steuern geprägten «Tabakwaren») am deutlichsten auseinander – also bei standortgebundenen Leistungen, die dem internationalen Wettbewerb eben kaum ausgesetzt sind.

... ebenso zwischen Deutschland, Österreich und den Niederlanden

Um eine Vorstellung davon zu erhalten, was eine Öffnung der Schweiz für das Preisniveau hiezulande bedeuten würde, bietet sich ein Vergleich der hiesigen Preisentwicklung mit derjenigen in den geografisch und wirtschaftlich ähnlichen EUR-Ländern Deutschland, Österreich und den Niederlanden an. Die Preisniveauekonvergenz war in dieser Vergleichsgruppe ebenfalls marginal und beschränkte sich ebenso auf nur rund die Hälfte aller Güter und Dienstleistungen. Einen durch den EU-Binnenmarkt bedingten Preisrutsch gab es demnach nicht. Die Preisniveaus sind jedoch in allen drei Vergleichsländern weniger stark gestiegen als in der Schweiz, und zwar bei einem Grossteil der Produkte und Dienstleistungen. Ein solcher einfacher Vergleich der Schweiz mit dem Ausland auf EUR-Basis vernachlässigt natürlich den Wechselkurseffekt, dürfte doch ein Teil der Verteuerung in der Schweiz der CHF-Aufwertung um beinahe 30% seit 1999 geschuldet sein. Zwar wurden Importgüter hiezulande in dieser Periode in CHF um knapp 5% günstiger, die Preise von Inlandgütern schnellten jedoch sogar in CHF um beinahe 15% nach oben.

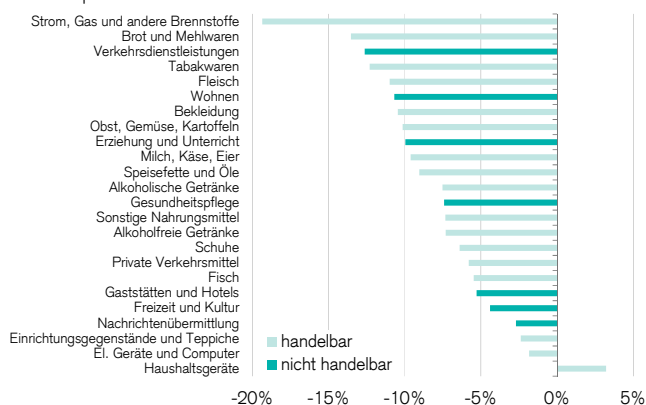
Kein Preisrutsch auf breiter Front in der Schweiz zu erwarten

Selbst nach Bereinigung um den Wechselkurseffekt sowie unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Wirtschaftsentwicklungen war der Preisniveaueanstieg jedoch gemäss unseren Schätzungen in Deutschland und Österreich um 9 bzw. 3 Prozentpunkte geringer als in der Schweiz, was auf eine gewisse Dämpfung der Preisentwicklung durch den EU-Binnenmarkt hindeutet. Die Tatsache, dass das derart bereinigte Preisniveau in den Niederlanden um 1.5 Prozentpunkte stärker gestiegen ist als hiezulande, scheint diese Hypothese indessen gleich wieder zu widerlegen. Der Schluss, dass eine weitere Öffnung der Schweiz hin zum EU-Binnenmarkt keinen massiven Preisrutsch auf breiter Front zur Folge hätte, liegt folglich auf der Hand.

claude.maurer@credit-suisse.com

Preisniveaus in den EU-28-Ländern haben sich bei fast allen Produkten angeglichen, ...

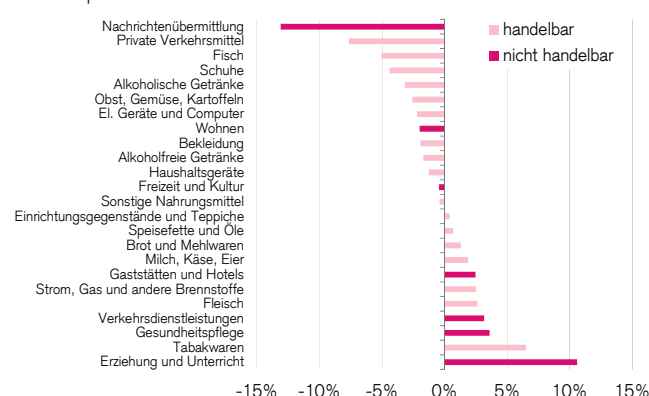
Veränderung des Variationskoeffizienten des Preisniveaus zwischen 1999 und 2016, in Prozentpunkten



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

... wogegen sich die Konvergenz in den EU-11-Ländern auf wenige Produkte beschränkt

Veränderung des Variationskoeffizienten des Preisniveaus zwischen 1999 und 2016, in Prozentpunkten



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

SNB dürfte 2019 CHF 2 Mrd. ausschütten

Obwohl die Schweizerische Nationalbank (SNB) in den ersten drei Quartalen 2018 einen Verlust ausgewiesen hat, glauben wir, dass sie per Jahresende über ausreichend hohe Reserven verfügen wird, um 2019 CHF 2 Mrd. an Bund und Kantone ausschütten zu können.

SNB mit reichlichen Ausschüttungsreserven

Per 31. Oktober 2018 wies die SNB für die ersten drei Quartale 2018 einen Verlust von CHF 7.8 Mrd. aus. Trotzdem rechnen wir damit, dass sie 2019 in der Lage sein wird, den Maximalbetrag von CHF 2 Mrd. an Bund und Kantone auszuschütten. Gemäss der aktuellen Vereinbarung zwischen dem Eidgenössischen Finanzdepartement und der SNB, welche die jährliche Gewinnausschüttung an Bund und Kantone regelt, schüttet die SNB den Höchstbetrag von CHF 2 Mrd. aus, wenn ihre Ausschüttungsreserven nach der Ausschüttung nicht auf weniger als CHF 20 Mrd. fallen. Unter Berücksichtigung der zwingenden jährlichen Erhöhung der Rückstellungen für Währungsreserven (die SNB wird unseres Erachtens vorschlagen, diese um 8% oder CHF 5.4 Mrd. aufzustocken) beliefen sich die für Ausschüttungen verfügbaren Reserven per Ende des 3. Quartals 2018 auf CHF 54 Mrd. Selbst wenn im 4. Quartal 2018 ein Verlust von CHF 32 Mrd. resultieren würde, wären die Reserven folglich noch ausreichend, um 2019 eine Ausschüttung von CHF 2 Mrd. vornehmen zu können.

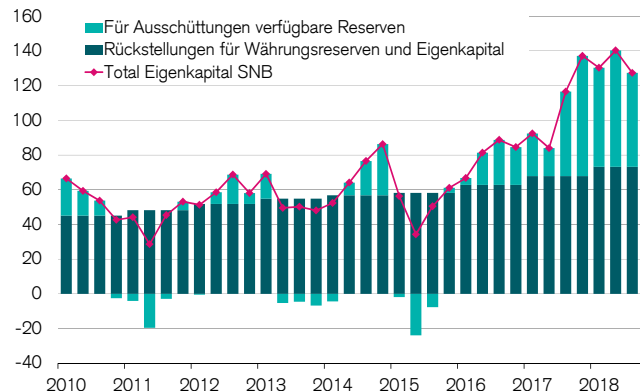
Hohe Verluste infolge deutlicher CHF-Aufwertung sind unwahrscheinlich

Erst ein Verlust von mindestens CHF 54 Mrd. im 4. Quartal würde eine Gewinnausschüttung verunmöglichen. Ein solcher Verlust ist zwar nicht unmöglich, scheint in unseren Augen aber unwahrscheinlich. Bei jedem Rückgang des EUR/CHF- oder USD/CHF-Kurses um jeweils 1 Rappen (d.h. wenn der CHF gegenüber dem EUR oder dem USD um diesen Betrag aufwertet), verzeichnet die SNB einen Verlust von CHF 2.7 Mrd. Der EUR/CHF-Kurs müsste also beispielsweise unter 1.04 und der USD/CHF-Kurs unter 0.88 einbrechen, um die Gewinnausschüttung zu gefährden. Einer derart rasanten und umfassenden CHF-Aufwertung (um rund 10%) würde die SNB voraussichtlich mit Fremdwährungskäufen entgegentreten, sodass das Erstere höchst unwahrscheinlich ist. Darüber hinaus kann sich die SNB auf relativ stabile Ertragsquellen verlassen, wie erstens die Negativzinsen, die sie Geschäftsbanken auf ihren Giroguthaben belastet, und zweitens die Dividenden und Coupons, die sie auf ihren Fremdwährungsreserven erzielt. Laut unseren Schätzungen sollte die SNB aus diesen Quellen im 4. Quartal 2018 Erträge von rund CHF 3.5 Mrd. bis CHF 4.0 Mrd. generieren, die einen zusätzlichen Puffer bilden.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Reichliche Ausschüttungsreserven verfügbar

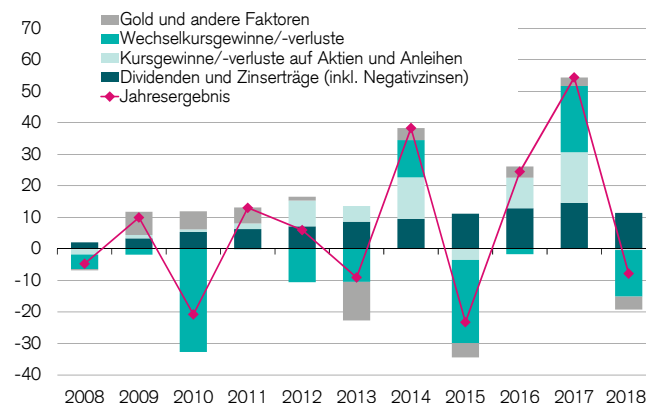
In CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

Jahresergebnis SNB, nach Einkommensquellen

In CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse. * 1. bis 3. Quartal 2018.

Banknoten

Die Nachfrage nach Banknoten folgt einem klaren saisonalen Muster: Gegen Jahresende nehmen die sich im Umlauf befindlichen Banknoten substantiell zu, was durch deutlich höhere Detailhandelsumsätze und, in gewissen Fällen, auch dadurch bedingt ist, dass KMU Jahresendboni in Cash an ihre Mitarbeiter auszahlen. Zu Beginn des (folgenden) Jahres deponiert das Publikum die Banknoten wieder bei Geschäftsbanken, welche diese ihrerseits wieder an die SNB weiterreichen. In der Folge geht der Banknotenumlauf zurück. Nach der Einführung von Negativzinsen durch die SNB nahm die Nachfrage nach Banknoten im Allgemeinen und nach der Tausendfrankennote im Besonderen stark zu. Ihr Wachstum hat sich seither wieder abgeschwächt, und 2018 sollte der Banknotenumlauf nur moderat gestiegen sein. Parallel dazu spielt auch die fortgesetzte Verlagerung hin zu elektronischen Zahlungen eine Rolle.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Kapitalflüsse

Im September 2018 nahmen die CHF-Einlagen ausländischer Banken bei Banken in der Schweiz und bei der SNB sprunghaft auf fast CHF 149 Mrd. zu, was im Vergleich zum August einem Anstieg von nahezu CHF 19 Mrd. entspricht. Zuvor hatten ausländische Banken ihre CHF-Einlagen in den Sommermonaten reduziert. Indessen belegt die jüngste Zunahme derartiger Guthaben, dass die CHF-Nachfrage seitens ausländischer Anleger wegen erneuter Ängste vor Finanzmarkturbulenzen nach wie vor hoch ist.

maxime.botteron@credit-suisse.com

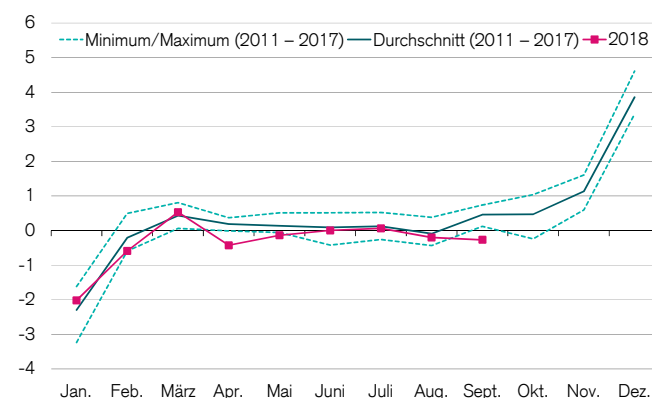
Fair Value EUR/CHF-Wechselkurs

Unser Währungsbewertungsmodell ergibt zurzeit einen geschätzten «Fair Value» von 1.24 für das Währungspaar EUR/CHF. Aufgrund der mit unseren Modellschätzungen einhergehenden Unsicherheit würden wir den CHF bei Kursen zwischen 1.14 und 1.35 pro EUR als «fair» bewertet betrachten. In jüngster Zeit notiert das Währungspaar eher am unteren Ende dieser Fair-Value-Spanne, was auf einen weiterhin teuren CHF hindeutet. Allerdings ist die Überbewertung nicht mehr so ausgeprägt wie zwischen 2015 und Mitte 2017.

maxime.botteron@credit-suisse.com

Ungewöhnlicher Rückgang der Banknotennachfrage im September 2018

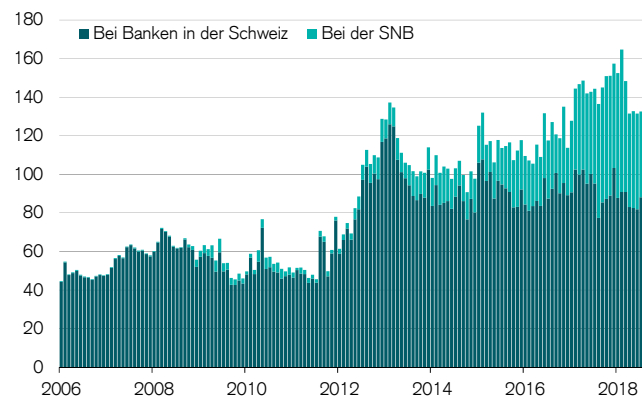
Monatliche Veränderung der sich im Umlauf befindlichen Banknoten, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

Ausländische Banken in der Schweiz halten wieder mehr CHF

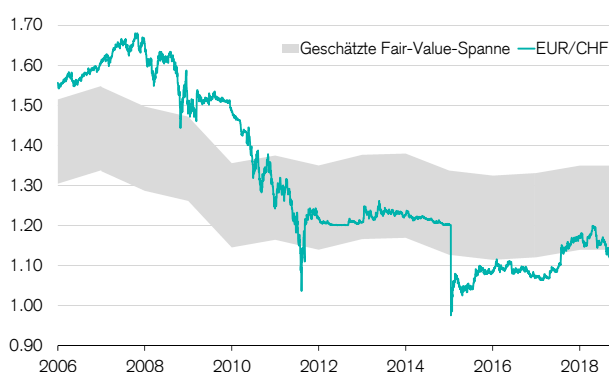
CHF-Einlagen ausländischer Banken, in CHF Mrd.



Quelle: SNB, Credit Suisse

Der CHF bleibt gegenüber dem EUR hoch bewertet

EUR/CHF



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

Der Populismus erhöht das Inflationsrisiko

Die Credit Suisse ermittelt jeden Herbst drei zentrale Anlagethemen, die im Folgejahr die Finanzmärkte prägen könnten. Für 2019 ist eines davon der Aufstieg populistischer Regierungen und dessen Auswirkungen auf die Inflation.

Die vergangenen 40 Jahre waren geprägt durch eine Zunahme der Globalisierung und des freien Warenhandels. Diese Konstellation ermöglichte Jahrzehnte mit starkem Weltwirtschaftswachstum, das von einer moderaten Inflation und einer weltweit zunehmenden Integration der Finanzmärkte begleitet wurde. Trotz aller Vorteile blieben allerdings auch negative Konsequenzen nicht aus. Beispielsweise nahm in einigen westlichen Ländern, darunter in den USA, die Einkommensungleichheit zu. Zudem griffen Krisen wie diejenige im US-Subprime-Kreditsektor rasch auf die gesamte Weltwirtschaft über und drückten weltweit fast alle Anlageklassen ins Minus.

Ursache der zunehmenden Ungleichheit war unter anderem eine Stagnation der Reallöhne derjenigen Arbeiter, die nunmehr mit kostengünstigeren Produktionsstandorten in Billiglohnländern konkurrieren mussten. Der stagnierende Lebensstandard verstärkte das Gefühl, zurückgelassen zu werden – was einen guten Nährboden für Populismus bildete. Themen wie die Einwanderung bieten desillusionierten Wählern eine Projektionsfläche für ihren Zorn und fungieren als Zielscheibe für opportunistische Politiker und Ideologen. Aber auch die Globalisierung generell wird vermehrt infrage gestellt, insbesondere seit der globalen Finanzkrise.

Welche Auswirkungen hat dies nun auf die Finanzmärkte? Das grösste Risiko besteht darin, dass sich Populismus in einer erhöhten Inflation niederschlägt, und zwar aus folgenden Gründen: Erstens verfolgen Populisten trotz hoher Schuldenstände in ihren Ländern selten eine nachhaltige Finanzpolitik. Sie könnten im Gegenteil zunehmend Druck auf die Notenbanken ausüben, um ihre Ausgabenpläne durch die Geldpresse finanzieren zu lassen. Ein Verlust der geldpolitischen Unabhängigkeit von Notenbanken würde zu höheren Risikoprämien auf Anleihen und Aktien führen. Zweitens heizt auch die Erhebung von Zöllen – eine weitere populistische Massnahme – tendenziell die Inflation an und senkt gleichzeitig das Wachstum. Da sich die Anleger derzeit überzeugt zeigen, dass die Inflation kaum steigen wird, sind ihre Portfolios gegenüber einer anziehenden Teuerung besonders exponiert. Noch scheint diese Gefahr überschaubar zu sein. Doch lohnt es sich sicher, da und dort einen gewissen Inflationsschutz ins Portfolio einzubauen.

burkhard.varnholt@credit-suisse.com

Wohnen

In der Schweiz standen zuletzt 73'000 Wohnungen (1.62% des Bestands) leer – so viele wie noch nie. Diese Entwicklung bleibt primär eine Folge der Überproduktion im Mietwohnungssegment. Die Leerwohnungsziffer der Mietwohnungen ist innert Jahresfrist von 2.24% auf 2.51% gestiegen. Am höchsten sind die Leerstände in ländlichen Regionen sowie um Klein- und Mittelzentren. Eine Trendwende hin zu sinkenden Leerwohnungszahlen ist nicht in Sicht. Die Projektpipeline bleibt prall gefüllt, und die Negativzinsen werden die Nachfrage nach Immobilienanlagen auch künftig stützen.

fabian.waltert@credit-suisse.com

Wohneigentum

Das Preiswachstum bei Wohneigentum hält an, hat aber jüngst wie erwartet etwas an Dynamik verloren. Insgesamt resultierte im 3. Quartal 2018 ein Plus von 3.0% im Vorjahresvergleich (Eigentumswohnungen: +2.4%, Einfamilienhäuser: +3.3%). Regional zeigen sich dabei grosse Unterschiede. Das stärkste Preiswachstum verzeichnen derzeit die Zentralschweiz sowie weite Teile der Westschweiz. Dagegen liegen die Preise im Wallis und Tessin vielerorts im Minus. Dank der erfreulichen Konjunktorentwicklung, immer noch tiefer Hypothekenzinsen sowie einer rückläufigen Bautätigkeit bei Wohneigentum rechnen wir auch für die kommenden Quartale mit einem Preisanstieg.

thomas.rieder@credit-suisse.com

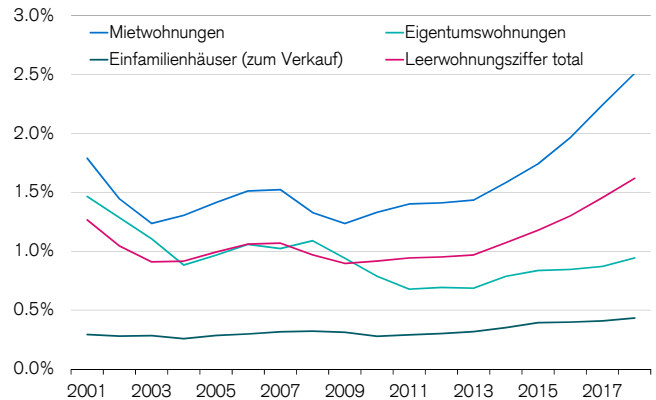
Büroflächen

Im Zuge des Konjunkturaufschwungs hat sich das Beschäftigungswachstum kräftig erhöht und dadurch die Nachfrage nach Büroflächen belebt. Getragen wird das Wachstum von den Unternehmensdienstleistern, dem IT-Sektor, der öffentlichen Hand und dem wiedererstarteten Industriesektor. Dies führt zu einer erkennbaren Erholung in den Büroflächenmärkten der Grosszentren. In periphereren Lagen ist mit Ausnahme der Gegend um Lausanne von der Erholung allerdings noch kaum etwas zu spüren.

alexander.lohse@credit-suisse.com

Markanter Anstieg der Leerwohnungsziffer

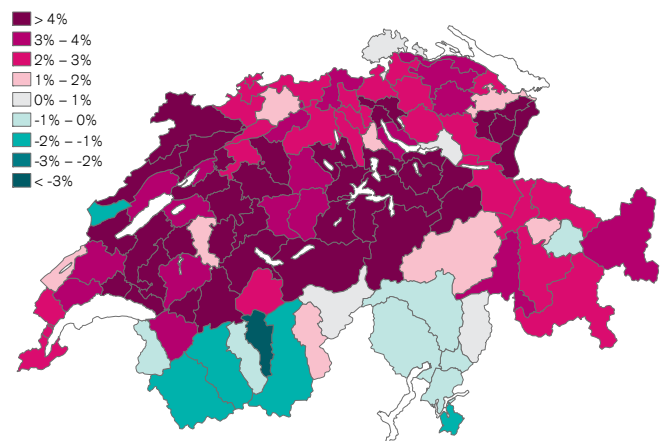
Leerwohnungsziffer nach Segment, in % des jeweiligen Wohnungsbestands, jeweils per 1. Juni



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Preise von Wohneigentum mehrheitlich im Plus

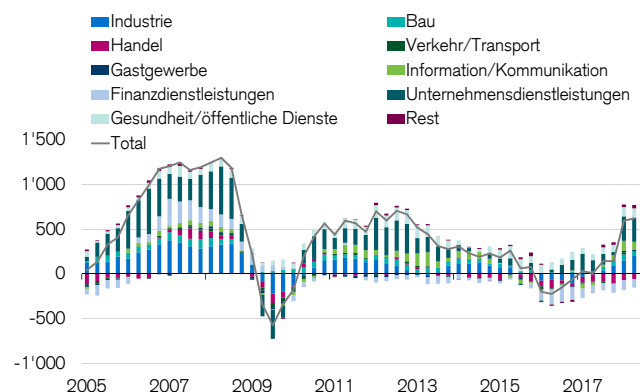
Jahreswachstumsraten Wohneigentum in %, 3. Quartal 2018



Quelle: Wüest Partner, Credit Suisse, Geostat

Steigende Nachfrage nach Büroflächen

Geschätzte Zusatznachfrage im Vergleich zum Vorjahresquartal, in 1000 m²



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

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.

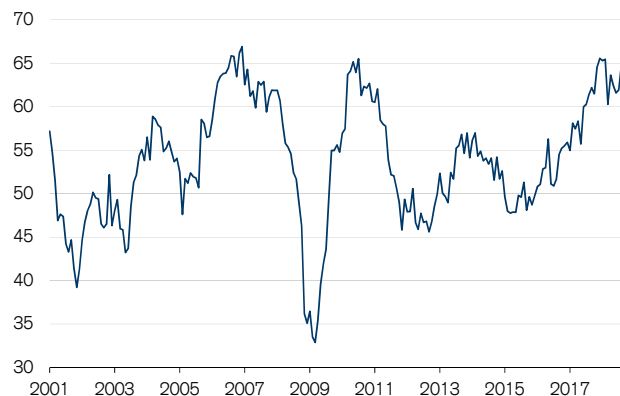
CS CFA Society Switzerland Indikator

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

¹ 2006 bis 2016 als Credit Suisse ZEW Indikator publiziert

Industriekonjunktur

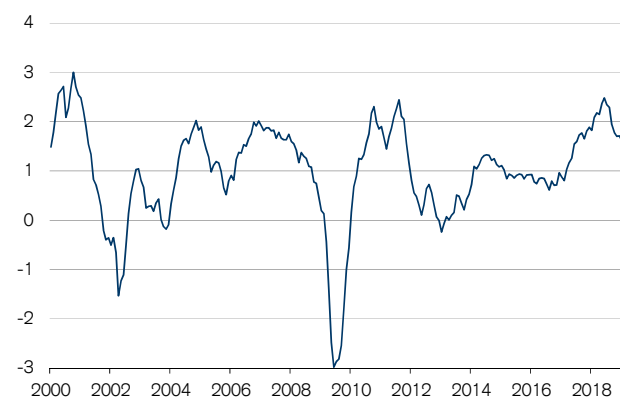
Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Exporte

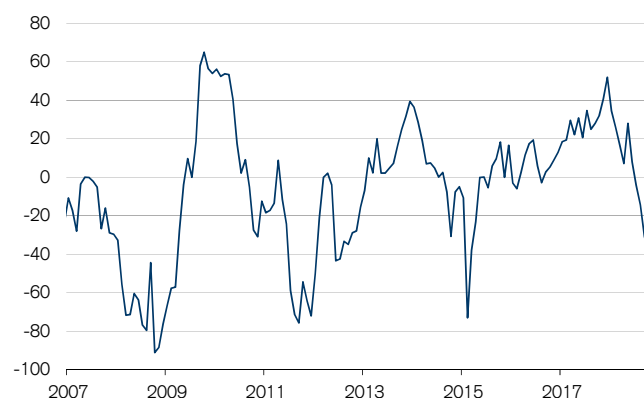
In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



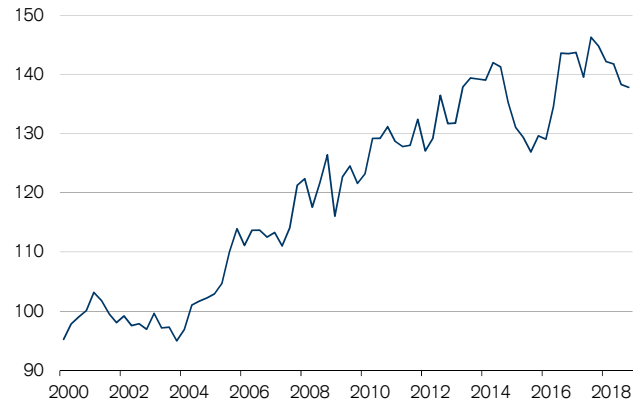
Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

Bauindex Schweiz

Der Bauindex Schweiz wird gemeinsam von der Credit Suisse und dem Schweizerischen Baumeisterverband (SBV) quartalsweise publiziert. Er dient als Frühindikator der Baukonjunktur in der Schweiz, indem er den Umsatz im Bauhauptgewerbe für das laufende Quartal prognostiziert. Der Indikator wird von 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 Punkte spiegeln eine Expansion wider. Grundlage ist eine Umfrage bei Einkaufsmanagern von Schweizer Dienstleistungsunternehmen. Abgefragt werden sechs Subkomponenten: Geschäftstätigkeit, Neuaufträge, Auftragsbestand, Einkaufspreise, Verkaufspreise und Anzahl Beschäftigte.

Konjunktur Dienstleistungssektor

Service Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

Makro-Momentum-Indikator

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

Konjunktur



Quelle: Datastream, Credit Suisse

Prognosen und Indikatoren

Prognosen für die Schweizer Wirtschaft

	2018 1. Quartal	2018 2. Quartal	2018 3. Quartal	2018P 4. Quartal	2019P 1. Quartal	2019P 2. Quartal	2019P 3. Quartal	2019P 4. Quartal	2018P	2019P
BIP (YoY, in %)	2.9	3.5	2.4	1.9	1.5	1.3	2.0	2.0	2.7	1.7
Privater Konsum	1.1	1.2	0.7	0.9	0.9	1.2	1.6	1.7	1.0	1.4
Staatskonsum	1.4	1.4	0.8	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	0.9
Bruttoanlageinvestitionen	3.4	3.8	1.0	1.9	2.5	2.2	2.2	2.1	2.5	2.2
Bauinvestitionen	0.9	2.2	0.7	1.3	0.5	0.5	0.5	0.5	1.3	0.5
Ausrüstungsinvestitionen	4.8	4.8	1.1	2.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.2	3.0
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	3.8	5.7	-1.0	5.0	2.8	3.0	3.0	3.0	3.4	3.0
Importe (Güter und Dienstleistungen)	5.0	3.2	1.2	0.7	3.0	3.0	3.0	3.0	2.5	3.0
Inflation (in %)	0.7	1.0	1.1	0.9	0.9	0.7	0.5	0.5	1.0	0.7
Arbeitslosigkeit (in %)	2.9	2.6	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.6	2.3
Beschäftigung in Vollzeitäquivalent (YoY, in %)	1.9	2.0	1.8	1.8	1.3	1.2	1.2	1.2	1.9	1.2
Nettozuwanderung (in Tsd.)									50	50
Nominallohnwachstum (YoY, in %)									0.7	1.0
Leistungsbilanz (in % des BIP)									7.1	6.5
Staatsbudgetsaldo (in % des BIP)									0.0	.
Schuldenquote (in % des BIP)									40.9	.

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

Prognosen für die Weltwirtschaft

Prognosen	Prognosen		Inflation		Struktur		Bedeutung für die Schweiz	
	BIP ggü. Vorjahr, in %				Bevölkerung in Mio.	BIP in USD Mrd.	Exportanteil in %	Importanteil in %
	2018	2019	2018	2019	2017	2017	2017	2017
Welt	3.2	3.0	2.7	2.7	7530	80'051	100	100
USA	2.9	2.7	2.5	2.0	326	19'485	15.3	6.8
Eurozone	2.0	1.8	1.8	1.4	341	12'633	44.1	63.4
Deutschland	1.7	2.0	1.9	1.8	83	3701	18.9	28.2
Frankreich	1.6	1.6	2.1	1.3	65	2588	6.4	7.9
Italien	1.0	0.9	1.3	1.2	61	1939	6.2	9.7
Grossbritannien	1.2	1.5	2.5	2.2	66	2628	5.2	3.3
Japan	1.1	1.2	0.8	0.8	127	4873	3.3	1.9
China	6.6	6.2	2.1	2.0	1390	12'015	5.2	7.0

Quelle: Datastream, Internationaler Währungsfond, Credit Suisse

Zinsen und geldpolitische Angaben

	Aktuell	3M	12M		Aktuell	Vormonat	Vorjahr
3M-Libor (in %)	-0.74	-0.8 bis -0.6	-0.6 bis -0.4	Geldmenge M0 (CHF Mrd.)	552.1	544.6	557.0
SNB-Zielband (in %)	-1.25 bis -0.25	-1.25 bis -0.25	-1.00 bis -0.00	Geldmenge M1 (in %, ggü. Vorjahr)	5.1	5.0	6.2
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (in %)	-0.16	0.0 - 0.2	0.4 - 0.6	Geldmenge M2 (in %, ggü. Vorjahr)	2.7	2.7	4.2
				Geldmenge M3 (in %, ggü. Vorjahr)	2.4	2.3	3.9
				Devisenreserven (in CHF Mrd.)	776.9	783.8	745.3

Quelle: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse

Wichtige Informationen

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

Risikowarnung

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

Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse: <https://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 Garantie für zukünftige Ergebnisse. Angegebene Kurse und Werte von Anlagen sowie etwaige auflaufende Renditen könnten sinken, steigen oder schwanken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die künftige Wertentwicklung. Sind Anlagen in einer anderen Währung als Ihrer Basiswährung denominiert, können Wechselkursschwankungen den Wert, den Kurs oder die Rendite nachteilig beeinflussen. Sie sollten, soweit Sie eine Beratung für erforderlich halten, Berater konsultieren, die Sie bei dieser Entscheidung unterstützen. Anlagen werden möglicherweise nicht öffentlich oder nur an einem eingeschränkten Sekundärmarkt gehandelt. Ist ein Sekundärmarkt vorhanden, kann der Kurs, zu dem die Anlagen an diesem Markt gehandelt werden, oder die Liquidität bzw. Illiquidität des Marktes nicht vorhergesagt werden.

Schwellenmärkte

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

Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können. Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Mass an Risiko und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Marktbewegungen können zu erheblichen Verlusten oder sogar zu einem Totalverlust führen. Anleger in Immobilien sind Liquiditäts-, Fremdwährungs- und anderen Risiken ausgesetzt, einschliesslich konjunktureller Risiken, Vermietungsrisiken und solcher, die sich aus den Gegebenheiten des lokalen Marktes, der Umwelt und Änderungen der Gesetzeslage ergeben.

Zins- und Ausfallrisiken

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

Investment Strategy Department

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

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

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

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

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

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG: Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusam-

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

Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Business Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. Zugehörige Finanzdienst-

leistungen oder -produkte werden ausschliesslich professionellen Kunden oder akkreditierten Anlegern gemäss der Definition der DFSA angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. Die Adresse der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, lautet Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, 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 Luxembourg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentialen 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 00001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. INB230970637; INF230970637; INB010970631; INF010970631) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr.A.B. Road, Worli, Mumbai - 18, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. **Italien:** Dieser Bericht wird in Italien von der Credit Suisse (Italy) S.p.A., einer gemäss italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle durch die Banca d'Italia und CONSOB untersteht, verteilt. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse (Qatar) L.L.C verteilt, die über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser ordnungsgemäss reguliert wird (QFC-Lizenz Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (wie von der QFCRA definiert) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem Nettovermögen von über QR 4 Mio., die eine Einstufung als Geschäftskunden wünschen und die über genügend Kenntnisse, Erfahrung und Verständnis des Finanzwesens verfügen, um sich an solchen Produkten und/oder Dienstleistungen zu beteiligen. Aus diesem Grund dürfen andere Arten von Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. Da dieses Produkt/diese Dienstleistung nicht am Finanzplatz Katar registriert ist und von der QFCRA nicht beaufsichtigt wird, übernimmt die QFCRA keine Verantwortung für die Prüfung oder Verifizierung eines Prospekts oder anderer Dokumente in Zusammenhang mit diesem Produkt/dieser Dienstleistung. Aus diesem Grund hat die QFCRA diese Marketingunterlagen oder andere verbundene Dokumente nicht geprüft oder genehmigt oder Massnahmen getroffen, die in diesem Dokument dargelegten Informationen zu verifizieren, und ist dazu auch nicht verpflichtet. Anleger, die in dieses Produkt/diese Dienstleistung investieren, verfügen möglicherweise nicht über die gleichen Informationen, die sie zu einem am Finanzplatz Katar registrierten Produkt/einer am Finanzplatz Katar registrierten Dienstleistung erhalten würden. Das Produkt/die Dienstleistung, auf das/die sich diese Marketingunterlagen beziehen, kann illiquid und/oder Gegenstand von Beschränkungen beim Wiederverkauf sein. Das Beschreiten des Rechtswegs in Bezug auf das Produkt/die Dienstleistung und die damit verbundenen Personen kann Beschränkungen unterliegen oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land ausserhalb des Finanzplatzes Katar erfolgen. Künftige Käufer dieses angebotenen Produkts/dieser angebotenen Dienstleistung sollten ihre eigenen Due-Diligence-Prüfungen zu dem Produkt/der Dienstleistung durchführen. Falls Sie den Inhalt dieser Broschüre nicht verstehen, sollten Sie einen autorisierten Finanzberater hinzuziehen. **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, Termsheets, Anlagestrategien, Jahresberichte und periodischen Finanzinformationen enthielten nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente sind kostenlos erhältlich, direkt beim Emittenten von Wertpapieren und bei Anlagefondsmanagern oder auf der Wertpapier- und Börsen-Webseite sowie bei Ihrem Kundenberater bei der Credit Suisse Mexiko. Die hierin enthaltenen Informationen ersetzen nicht die Kontoauszüge, den INFORME DE OPERACIONES und/oder Bestätigungen, die Sie von der Credit Suisse Mexico gemäss den für Finanzinstitute und andere Personen, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, geltenden allgemeinen Regeln erhalten. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein nach dem Securities Market Law («LMV») ordnungsgemäss eingetragener Anlageberater, der bei der National Banking and Securities Commission («CNBV») unter der Foliennummer 30070 registriert ist und daher keine Bank ist, weder zur Entgegennahme von Einlagen noch zur Verwahrung von Wertpapieren berechtigt ist und nicht der Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. angehört. Gemäss den Bestimmungen des LMV ist die C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. kein unabhängiger Anlageberater gemäss ihrer Beziehung zur Credit Suisse AG, einem ausländischen Finanzinstitut, und ihrer indirekten Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. Die Personen, die dieses Dokument erstellt haben, erhalten von keinem anderen Unternehmen der Credit Suisse Group als demjenigen, das sie beschäftigt, eine Zahlung oder Vergütung. **Niederlande:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Netherlands Branch («niederländische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die niederländische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der niederländischen Aufsichtsbehörde De Nederlandsche Bank (DNB) sowie der niederländischen Marktaufsicht Autoriteit Financiële Markten (AFM). **Österreich:** Dieser Bericht wird von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich («österreichische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die österreichische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 283, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien, Österreich. **Portugal:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A.,

Sucursal em Portugal («portugiesische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die portugiesische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörde Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). **Saudi-Arabien:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: <https://www.credit-suisse.com/sa>. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem Unternehmen, das bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragen ist, verteilt. **Türkei:** Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turkey. **Vereinigtes Königreich:** Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern.

USA: Weder dieser Bericht noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt, dorthin mitgenommen oder an US-Personen abgegeben werden. (im Sinne der Regulierungsvorschriften gemäss US Securities Act von 1933, in seiner gültigen Fassung).

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

18C012A_IS

Weitere Publikationen der Credit Suisse

Büroflächenmarkt Schweiz 2019

Die Sonderstudie analysiert die aktuellen Entwicklungen auf dem Schweizer Büroimmobilienmarkt sowie auf den einzelnen regionalen Märkten.

5. Dezember 2018

Retail Outlook 2019

Die jährliche Studie zum Schweizer Detailhandel zeigt die konjunkturellen Perspektiven für die Branche und aktuelle Herausforderungen auf. Im Schwerpunktthema untersuchen wir unter anderem die Internationalisierung des Wettbewerbs im Detailhandel.

8. Januar 2019

Private Altersvorsorge:

3a-Sparen von Frauen und Familien

Die Studie untersucht das Vorsorgeverhalten der Schweizer Bevölkerung. Der Fokus liegt dabei auf der gebundenen privaten Vorsorge (Säule 3a) von Frauen und Familien.

März 2019

Immobilienmarkt 2019

Die jährlich publizierte Immobilienstudie analysiert die Auswirkungen der konjunkturellen Rahmenbedingungen, die aktuellen Herausforderungen sowie die strukturellen Veränderungen in den wichtigsten Immobiliensegmenten der Schweiz.

5. März 2019

Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.



CREDIT SUISSE AG

P.O. Box 100
CH-8070 Zürich
credit-suisse.com