

# Erneute Meisterleistung der Schweizer Wirtschaft

Monitor Schweiz | Juni 2019

Konjunktur Schweiz  
**Starker Start ins neue Jahr –  
verhaltener Ausblick**

Seite 6

Fokus  
**Schweizer Wirtschaft kann  
EUR/CHF-Parität bald verkraften**

Seite 10

Geldpolitik  
**Wie weiter lockern?**

Seite 14

# Impressum

---

## **Herausgeber: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products**

Nannette Hechler-Fayd'herbe  
Head of Global Economics & Research  
+41 44 333 17 06  
nannette.hechler-fayd'herbe@credit-suisse.com

Dr. Oliver Adler  
Chefökonom, 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

## **Redaktionsschluss**

12. Juni 2019

## **Copyright**

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

## **Mitwirkung**

Ewelina Krankowska  
Tomasz Limberger  
Christine Mumenthaler  
Andreas Weber

Liebe Leserinnen und Leser

Nachdem die Aktienmärkte Ende 2018 eingebrochen waren, erholten sie sich bis Ende April des laufenden Jahres weltweit erstaunlich schnell und erreichten teilweise neue Höchststände. Ein wichtiger Treiber der starken Rally war ohne Zweifel die zunehmende Hoffnung auf eine Beendigung des Handelskonflikts zwischen den USA und China. Anfang Mai liess US-Präsident Donald Trump die Verhandlungen jedoch plötzlich platzen. Ob dies primär inhaltlich oder eher innenpolitisch motiviert war, ist nicht klar. Jedenfalls reagierten die Aktienmärkte negativ.

Wir gehen unverändert davon aus, dass beide Seiten eine markante Eskalation des Konflikts vermeiden möchten, zumal eine solche mit hohen wirtschaftlichen Kosten einhergehen würde. Es wird aber wohl längere Zeit dauern, bis ein «Deal» zustande kommt. Wie stark die daraus resultierende Unsicherheit die Konjunktur beeinflussen wird, ist unklar – positiv ist die Entwicklung jedoch keinesfalls! Aus diesem Grund haben wir unsere Prognose eines sich bald beschleunigenden globalen Wachstums vorerst korrigiert. Dies bedeutet auch, dass wir für die Schweizer Wirtschaft nach dem überraschend starken 1. Quartal 2019 für den Rest des Jahres mit einem wesentlich mässigeren Wachstum rechnen (vgl. Seite 6.)

In diesem unsicheren Umfeld werden die Zentralbanken zweifelsohne Vorsicht walten lassen. Nachdem die US-Notenbank (Fed) ihre Zinserhöhungen Ende 2018 gestoppt hat, wird sie im weiteren Jahresverlauf 2019 unseres Erachtens wohl sogar eine Zinssenkung vornehmen. In einem negativen Konjunkturszenario rechnen wir auch mit weiteren geldpolitischen Lockerungsmassnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB), z.B. mit einer verstärkten Vergabe günstiger zweckgebundener Kredite an Geschäftsbanken. Im Fall der Schweizerischen Nationalbank (SNB) schliessen wir sogar eine weitere Zinssenkung nicht aus, auch wenn uns dies zurzeit unwahrscheinlich erscheint. Die Tatsache, dass die Flucht ins Bargeld in der Schweiz seit 2015 nachgelassen hat (vgl. Seite 14), dürfte die Bedenken der SNB gegenüber einem solchen Schritt aber zumindest mildern. Eine Rückkehr zu positiven Zinsen muss jedenfalls noch weiter in die Zukunft vertagt werden. Sehr wahrscheinlich scheint uns zudem, dass sich die SNB in diesem unsicheren Umfeld weiterhin gegen Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken zur Wehr setzen wird. Angesichts der sich eher abschwächenden Nachfrage nach Schweizer Exporten wird sie unsere Exportindustrie vorerst kaum einem erneuten Wechselkurschock aussetzen wollen.

Wie unser Fokusartikel auf Seite 10 erläutert, ist jedoch über einen längeren Zeithorizont durchaus mit einer weiteren Aufwertung des Schweizer Frankens zu rechnen. Die Wechselkursmodelle der Credit Suisse und der SNB selbst signalisieren derzeit eine nur noch geringe Überbewertung gegenüber dem Euro, und die ökonomischen Treiber, eine tiefe Inflation und ein hoher Aussenbilanzüberschuss, deuten auf eine Fortsetzung des langjährigen Aufwertungstrends hin. Eine branchenspezifische Betrachtung zeigt sogar, dass der Schweizer Franken nicht mehr für alle Branchen «zu teuer» ist. Ob und in welcher Form sich Schweizer Unternehmen jedoch aktiv gegen Aufwertungsrisiken schützen sollten, hängt von den spezifischen Umständen der betreffenden Unternehmen sowie den Kosten einer Absicherung ab.



Thomas Gottstein  
CEO Swiss Universal Bank



Oliver Adler  
CIO Office Schweiz

<b>Globales Umfeld</b>	<b>5</b>
<b>Konjunktur Schweiz</b>	<b>6</b>
<b>Starker Start ins neue Jahr – verhaltener Ausblick</b>	
Der gute Start ins laufende Jahr darf nicht über die schwierige Nachfragesituation in der Industrie hinwegtäuschen. Dank des bis auf Weiteres soliden Binnenkonsums dürfte die Schweizer Wirtschaft 2019 jedoch um insgesamt 1.5% wachsen.	
<b>Konjunktur Monitor</b>	<b>7</b>
<b>Branchen   Monitor</b>	<b>8</b>
<b>Fokus EUR/CHF-Wechselkurs</b>	<b>10</b>
<b>Schweizer Wirtschaft kann EUR/CHF-Parität bald verkraften</b>	
Der CHF wertet gegenüber dem EUR tendenziell auf, und zwar vor allem, weil die Preise in der Schweiz langsamer steigen. Derzeit ist der CHF noch leicht überbewertet, die meisten Branchen haben sich diesem Umstand jedoch mittlerweile angepasst.	
<b>Geldpolitik</b>	<b>14</b>
<b>Wie weiter lockern?</b>	
Trotz der Negativzinsen der SNB ist die Geldpolitik in der Schweiz nicht besonders expansiv, da der CHF stark ist. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik wäre wegen der sogenannten «effektiven Untergrenze» aber dennoch schwierig.	
<b>Geldpolitik I Monitor</b>	<b>15</b>
<b>Immobilien   Monitor</b>	<b>16</b>
<b>Credit Suisse Vorlaufindikatoren</b>	<b>17</b>
<b>Prognosen und Indikatoren</b>	<b>19</b>

## Europa

In der Eurozone hat sich das Wirtschaftswachstum zu Jahresbeginn wie erwartet leicht beschleunigt, zumal temporäre Bremsfaktoren, wie beispielsweise die Umstellung der Automobilindustrie auf neue Prüfverfahren, wegfielen. Die schwache Nachfrage aus Asien – namentlich aus China – trübt jedoch die Perspektiven ein. Dank eines robusten Konsums und nach wie vor vergleichsweise solider Investitionsabsichten sollte sich die Abkühlung aber im Rahmen halten – zumindest, solange Europa nicht direkt ins Visier des Handelsdisputts gerät.

claude.maurer@credit-suisse.com

## USA

In den USA war das Wirtschaftswachstum im 1. Quartal 2019 trotz der Schwäche der globalen Industrieproduktion so stark wie zuletzt vor mehreren Jahren. Dafür verantwortlich war primär die Konsumnachfrage, die vom Stellenaufbau und Lohnwachstum im Dienstleistungssektor getragen wurde. Sofern der Handelsstreit nicht noch weiter eskaliert, sollte die Industrieproduktion nach Abschluss des Lagerabbaus, der derzeit läuft, wieder auf den Wachstumspfad einbiegen. Bis dies geschieht, wird die US-Notenbank mit der Normalisierung der Geldpolitik pausieren.

claude.maurer@credit-suisse.com

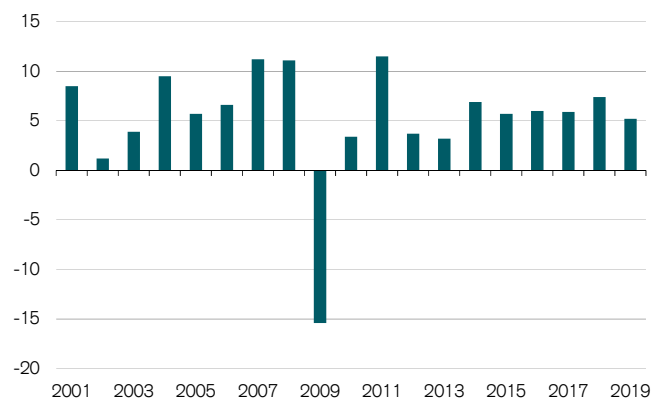
## China

Chinas Industrie dürfte unter der erneuten Ausweitung und Erhöhung der Zölle auf Exporte in die USA ähnlich stark leiden wie im vergangenen Jahr, als der Zollstreit zu eskalieren begann. Die chinesische Wirtschaft als Ganzes dürfte indessen weniger stark betroffen sein als damals, weil die chinesische Zentralbank unter anderem mittels gelockerter Kreditbedingungen den Binnenkonsum und die Bauwirtschaft stimuliert. Offensichtlich hat die Verhinderung einer Schuldenblase für die chinesischen Behörden derzeit nicht mehr die höchste Priorität.

claude.maurer@credit-suisse.com

## Investitionsabsichten vergleichsweise solid

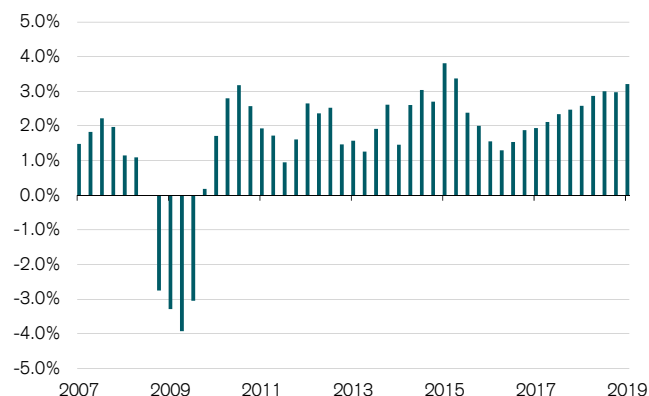
Investitionsabsichten in der europäischen Industrie (April): Saldo aus positiven und negativen Stimmen



Quelle: Europäische Kommission, Credit Suisse

## US-Wirtschaft wächst weiterhin stark

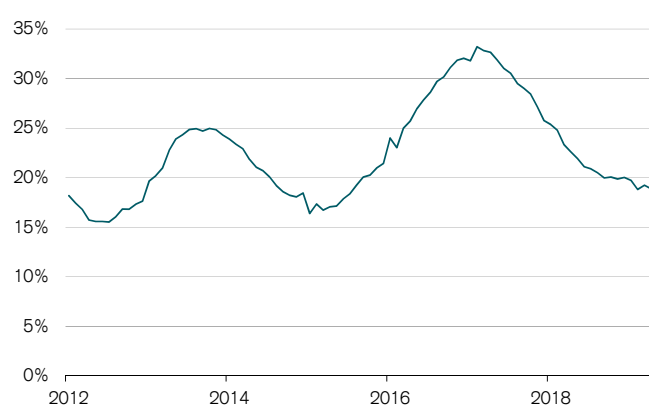
Wachstum reales US-Bruttoinlandprodukt, gegenüber dem Vorjahr



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Tieferes Kreditwachstum nicht mehr Priorität

Wachstum der Konsumkredite an chinesische Haushalte



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Credit Suisse

# Starker Start ins neue Jahr – verhaltener Ausblick

**Der gute Start ins laufende Jahr darf nicht über die schwierige Nachfragesituation in der Industrie hinwegtäuschen. Dank des bis auf Weiteres soliden Binnenkonsums dürfte die Schweizer Wirtschaft 2019 jedoch um insgesamt 1.5% wachsen.**

## Starkes Wachstum im 1. Quartal 2019

In Bezug auf die Konjunktur ist der Blick zurück angenehm: Die Schweizer Wirtschaft ist im 1. Quartal 2019 mit einem Plus von 0.6% gegenüber dem Vorquartal stark gewachsen. Damit liegt das Bruttoinlandprodukt (BIP) bereits um 1.7% über seinem Vorjahreswert. Erwartungsgemäss expandierte der private Konsum dynamisch, und die Bauinvestitionen zogen dank des vorteilhaften Zinsumfelds und der milden Witterung ebenfalls an. Darüber hinaus wurde überraschend stark in Maschinen und Anlagen investiert. Selbst im Aussenhandel waren die Impulse positiv, wobei hier abermals die Pharmaexporte hervorstachen (vgl. Abb. unten links).

## Ausgebremste Exportindustrie

Der Ausblick ist allerdings trüb, insbesondere für die Exportwirtschaft: Der von uns in Zusammenarbeit mit procure.ch erstellte Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Schweizer Industrie notiert seit April unterhalb der Wachstumsschwelle (vgl. Abb. unten rechts). Zudem präsentiert sich die konjunkturelle Lage in den Abnehmerländern von Schweizer Exporten so schwach wie zuletzt 2013. Das Exportwachstum dürfte sich im weiteren Jahresverlauf dementsprechend abschwächen. Eine verhaltene Exporthandelsnachfrage geht in der Regel mit einer flauen Investitionsneigung einher, weshalb wir auch vonseiten der Ausrüstungsinvestitionen keine zusätzlichen Wachstumsimpulse erwarten. Gleichzeitig dürften steigende Leerstände am Mietwohnungsmarkt das Wachstum der Bauinvestitionen dämpfen.

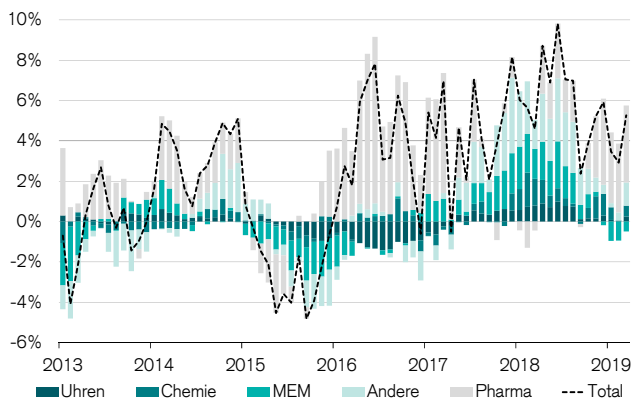
## Weiterhin robustes Konsumwachstum

Komfortabler präsentiert sich die Ausgangslage für den privaten Konsum: Die nach wie vor gute Arbeitsmarktlage und die leicht stärkere Zuwanderung wirken bis auf Weiteres stützend. Entsprechend liegt auch der PMI für den stärker auf Schweizer Konsumenten ausgerichteten Dienstleistungssektor nach wie vor deutlich in der Wachstumszone. Das dynamische Konsumwachstum wird aber den nachlassenden Schwung der Exportwirtschaft nicht zu kompensieren vermögen, weshalb sich das Wirtschaftswachstum im Jahresverlauf wohl abschwächen wird. Insgesamt gehen wir wie schon in unserer Frühjahresprognose davon aus, dass das reale BIP 2019 um 1.5% zunehmen wird.

claude.maurer@credit-suisse.com

### Ausserordentlich dynamische Pharmaexporte

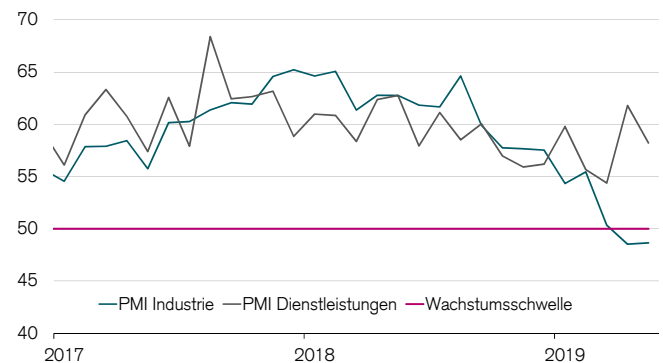
Wachstum ggü. Vorjahr, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

### Wachstumsaussichten nur für Dienstleistungssektor positiv

PMI Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

## Inflation

Die Konsumentenpreise sind seit Jahresbeginn relativ stetig gestiegen. Das Preisniveau verharrte folglich relativ stabil um rund 0.6% bis 0.7% über seinem Vorjahresstand. Auch die Kerninflationsrate (eine Kennzahl, welche die volatilsten Komponenten wie Ölpreise und Preise für frische Produkte ausschliesst) blieb mit Werten zwischen 0.4% und 0.6% moderat. In den kommenden Monaten dürften weder die Wechselkurse noch die Ölpreise die Inflationsrate substantiell beeinflussen. Wir rechnen für 2019 und 2020 weiterhin mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 0.5%.

maxime.botteron@credit-suisse.com

## Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung stieg im 1. Quartal 2019 um 1.5% gegenüber dem Vorjahr. Der Arbeitsmarkt zeigte sich somit nach wie vor sehr robust, der Höhepunkt ist aber wohl überschritten. Die (saisonbereinigte) Arbeitslosigkeit nahm seit März 2019 wieder leicht zu, nachdem sie seit Mitte 2016 ununterbrochen gesunken war. Folglich trübte sich die Einschätzung der Bevölkerung bezüglich Arbeitsplatzsicherheit jüngst etwas ein, im langjährigen Vergleich bleibt sie jedoch positiv. Angesichts der Schwäche in der Industrie ist eine weitere Abkühlung des Arbeitsmarkts in den kommenden Monaten wahrscheinlich.

emilie.gachet@credit-suisse.com

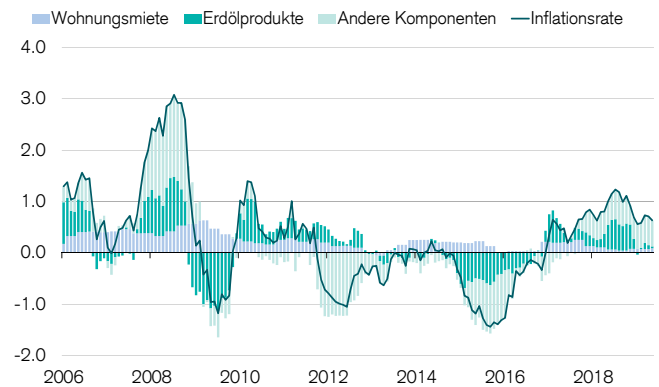
## Zuwanderung

Ende Mai 2019 ist die Ventilklausel gegenüber Bulgarien und Rumänien (EU-2) ausgelaufen. Damit werden die bisher geltenden Kontingente für Aufenthaltsbewilligungen B aufgehoben. Vor Inkrafttreten der Ventilklausel betrug der jährliche Wanderungssaldo der EU-2 über 4000 Personen. Ein rascher Wiederanstieg ist wahrscheinlich, da die Kontingentierung eine Art «Rückstau» verursacht haben dürfte. Die nicht kontingentierten Kurzaufenthaltsbewilligungen haben in den letzten Jahren Ausweichmöglichkeiten geboten, wie der Anstieg der erteilten Bewilligungen in dieser Aufenthaltskategorie zeigt.

sara.carnazzi@credit-suisse.com

## Inflation ist weiterhin moderat

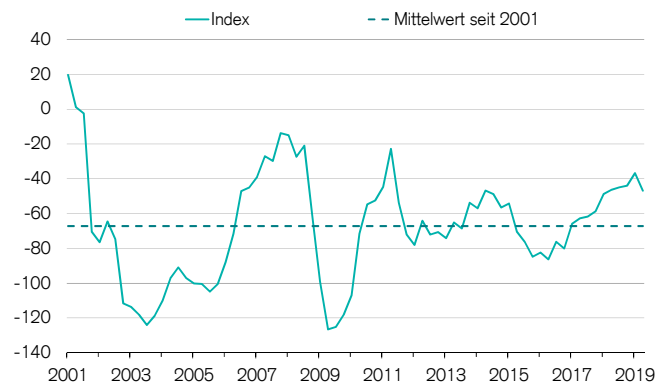
Ggü. Vorjahr, in %



Quelle: Datastream, Credit Suisse

## Arbeitsmarkterwartungen trüben sich leicht ein

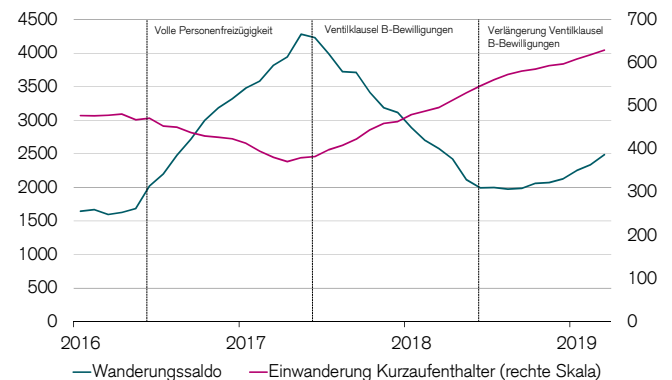
Einschätzung der befragten Konsumenten zur Sicherheit des eigenen Arbeitsplatzes



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft, Credit Suisse

## Ende der Ventilklausel für Bulgaren und Rumänen

Wanderungssaldo (ständige Wohnbevölkerung, 12M-Summe) sowie Einwanderung von Kurzaufenthaltern und Dienstleistungserbringern aus EU-2 (< 1 Jahr, 12M-Mittel)



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

## Pharmazeutische Industrie

Die pharmazeutische Industrie verzeichnete nach dem 4. Quartal 2018 auch im 1. Quartal 2019 ein dynamisches Exportwachstum (10.1% ggü. dem Vorjahr) und lieferte damit erneut den mit Abstand grössten Beitrag zum Wachstum der Schweizer Warenausfuhren. Die grössten Nachfragetreiber waren die USA und die Niederlande. Letztere dürften aufgrund einer Verschiebung der Wertschöpfungskette an Bedeutung gewonnen haben, gingen doch im selben Zeitraum die Ausfuhren pharmazeutischer Produkte nach Grossbritannien in ähnlichem Ausmass zurück.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

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

Die Nachfrage der europäischen Industrie nach Schweizer Waren blieb im 1. Quartal 2019 schwach. Dies bekam die MEM-Industrie, deren Exporte um 2.6% nachgaben, deutlich zu spüren. Einzig gegenüber den USA verzeichnete die Industrie weiterhin ein Exportplus, das sich allerdings ausgehend vom Höchstwert im Herbst 2018 bereits halbiert hat. Zudem deuten die europäischen Einkaufsmanagerindizes (PMI) momentan nicht darauf hin, dass die Dynamik in Europa bald wieder merklich stärker wird. Für die MEM-Industrie in der Schweiz dürfte sich die Lage deshalb nur schleppend verbessern.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

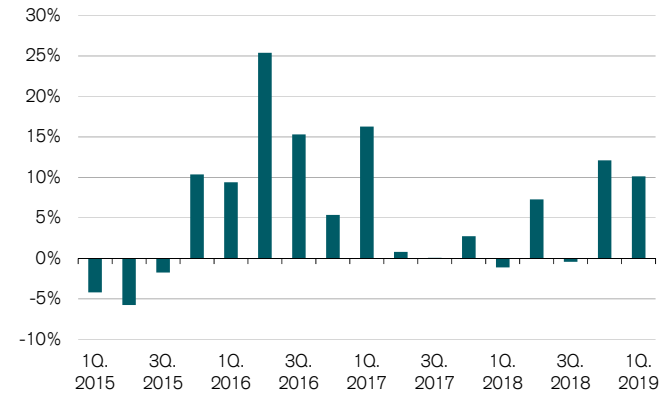
## Uhrenindustrie

Nachdem das Exportwachstum in der Uhrenindustrie um den Jahreswechsel praktisch zum Stillstand gekommen war, zogen die Ausfuhren im 1. Quartal 2019 wieder an. Insbesondere Japan (+21.8%) und Grossbritannien (+76.4%) importierten deutlich mehr Schweizer Uhren als im Vorjahresquartal. Im Fall von Grossbritannien ist der Anstieg allerdings darauf zurückzuführen, dass viele Uhrenhändler im Vorfeld des (vermeintlich) nahenden Brexit ihre Lagerbestände auf der Insel aufgebaut hatten. Zudem zeigte sich der Hauptabsatzmarkt Hongkong mit einem Exportwachstum von 2.5% ggü. Vorjahr noch wenig dynamisch.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Pharmaexporte wachsen weiterhin dynamisch

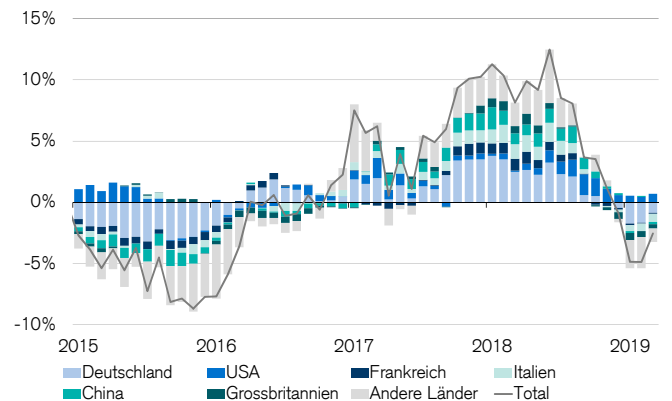
Exporte, Wachstum ggü. Vorjahresquartal



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## MEM-Industrie noch weit von Exportplus entfernt

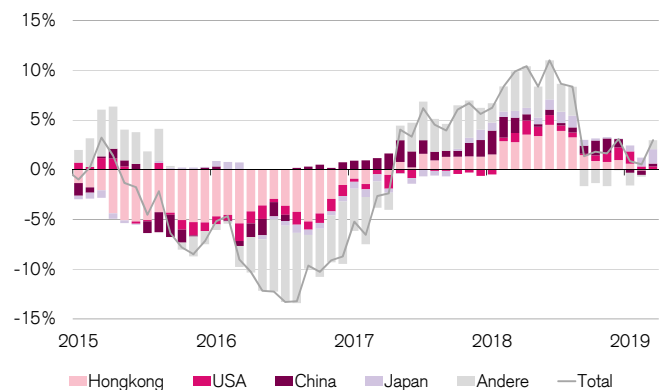
Exporte: Wachstumsbeitrag nach Regionen, gleitender 3-Monats-Durchschnitt



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

## Temporäre Wachstumsbeschleunigung

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



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse



## Detailhandel

Trotz eines leicht anziehenden Bevölkerungswachstums und tiefer Arbeitslosigkeit (1. Quartal 2019: 2.4%) sanken die nominalen Detailhandelsumsätze im 1. Quartal 2019 um schätzungsweise 0.4% gegenüber dem Vorjahresquartal. Die Gründe dafür dürften unter anderem der Kaufkraftverlust (2018: -0.4%) und die wieder leicht schlechtere Konsumentenstimmung zu Jahresbeginn gewesen sein. Gemäss der Haushaltsbefragung des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) gehen die Haushalte zudem davon aus, dass sich die Lage am Arbeitsmarkt tendenziell wieder verschlechtern wird.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Tourismus

Auch der Schweizer Tourismussektor spürt die anhaltende Konjunkturabkühlung in Europa. Zwischen Januar und März 2019 verzeichnete die Branche 107'000 oder 1.1% weniger Logiernächte als im Vorjahr, wobei das Fernbleiben von Gästen aus Deutschland am meisten ins Gewicht fiel. Von den grössten Gästegruppen verzeichneten lediglich Touristen aus den USA ein signifikantes Plus der Logiernächte. Somit steht bereits nach dem 1. Quartal 2019 fest, dass das Rekordjahr 2018 kaum übertroffen werden dürfte, zumal sich die Konjunktur in Europa eher verhalten entwickelt.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

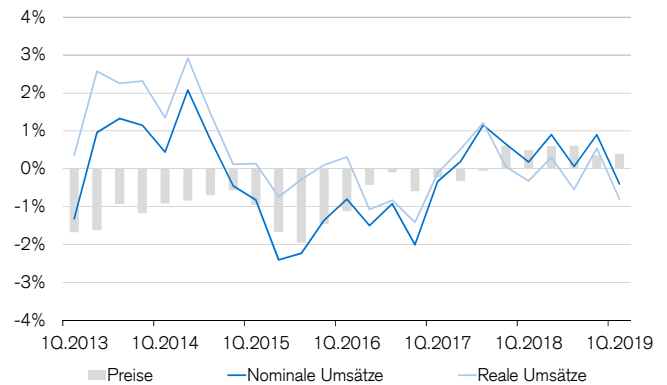
## Informationstechnologie (IT)

Die Stimmung in der IT-Branche hat sich nach einem verhaltenen Start ins Jahr 2019 verbessert, ist doch der entsprechende Indikator der Konjunkturforschungsstelle (KOF) der ETH Zürich im 2. Quartal wieder knapp über den Durchschnittswert der letzten fünf Jahre gestiegen. Eine Mehrheit der befragten IT-Dienstleister schätzt die Geschäftslage weiterhin als gut oder mindestens befriedigend ein. In naher Zukunft könnten diesem Aufwärtstrend indessen neben dem Fachkräftemangel auch die Unsicherheiten in Verbindung mit dem anhaltenden chinesisch-amerikanischen Handelskonflikt sowie dem Brexit entgegenwirken.

tiziana.hunziker.2@credit-suisse.com

## Kaum Euphorie bei Schweizer Konsumenten

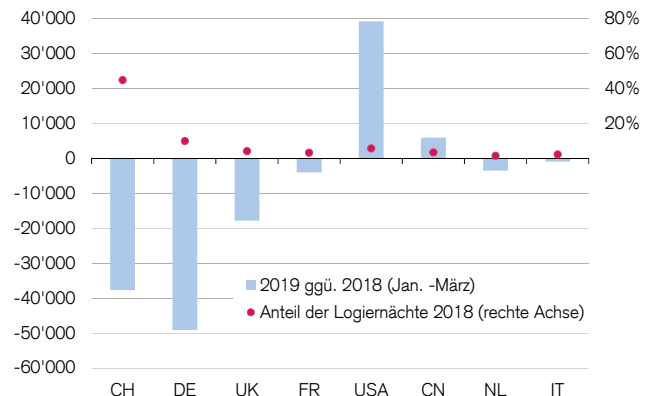
Nominale Detailhandelsumsätze, Wachstum ggü. Vorjahresquartal



Quelle: GfK, Credit Suisse

## Fehlende Wachstumsimpulse aus Europa

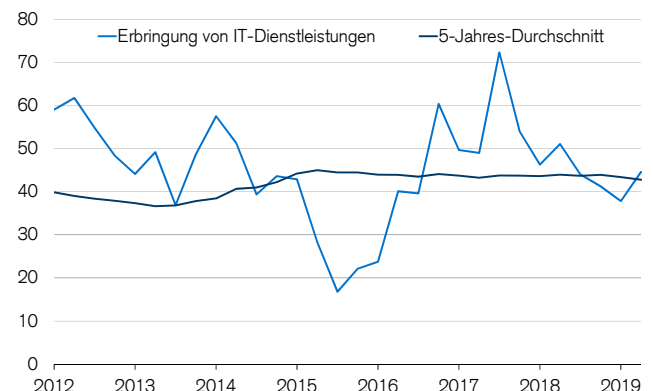
Logiernächte nach Gästeherkunft: Wachstum ggü. Vorjahr und Anteil am Total



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

## Verbesserung der Geschäftslage bei IT-Dienstleistern

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



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

# Schweizer Wirtschaft kann EUR/CHF-Parität bald verkraften

**Der CHF wertet gegenüber dem EUR tendenziell auf, und zwar vor allem, weil die Preise in der Schweiz langsamer steigen. Derzeit ist der CHF noch leicht überbewertet, die meisten Branchen haben sich diesem Umstand jedoch mittlerweile angepasst.**

## SNB auf Wechselkurs fokussiert

Das Währungspaar EUR/CHF notiert derzeit deutlich unter dem Kurs von 1.20, den die Schweizerische Nationalbank (SNB) bis Anfang 2015 verteidigte und dessen Aufgabe damals hohe Wellen schlug. Tatsächlich ist die SNB weiterhin stark auf den Wechselkurs fokussiert, kaufte sie doch 2018 trotz eines hohen Wirtschaftswachstums und einer positiven Teuerung Fremdwährungen (wenn auch in relativ geringem Umfang), um den CHF zu schwächen. Ein zu starker – also überbewerteter – CHF bringt die Gefahr von Deflation mit sich, so die ökonomische Begründung dafür.

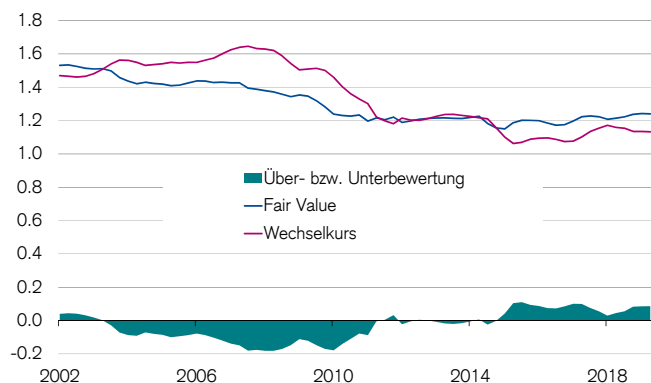
## Kaufkraftparität als Ausgangspunkt für «fairen Wert» einer Währung

Um den fundamental gerechtfertigten Wert einer Währung zu bestimmen, verwenden Ökonomen den sogenannten Fair Value. Der einfachste Ansatz zu dessen Bestimmung ist das Konzept der Kaufkraftparität. Liegt der Wechselkurs zwischen zwei Währungen bei der Kaufkraftparität, so kann mit einer Währungseinheit in beiden Währungsräumen derselbe Warenkorb erworben werden. Die Kräfte, welche die Wechselkurse an den Devisenmärkten in Richtung der Kaufkraftparität bewegen, sind jedoch schwach. Denn erstens wenden die Haushalte weit mehr als die Hälfte ihrer Konsumausgaben für nicht handelbare Güter und Dienstleistungen auf, also etwa für Haarschnitte, Mieten oder Gesundheitsleistungen, bei denen die internationale Preisarbitrage nur sehr bedingt oder gar nicht stattfindet. Und zweitens werden Währungen auch als Finanzanlagen gehalten. Die Risiko- und Ertragseinschätzung der Anleger kann den Wert einer Währung während langer Zeit vom Kaufkraftparitätswert abweichen lassen.

## CHF war gegenüber dem EUR lange Zeit unterbewertet

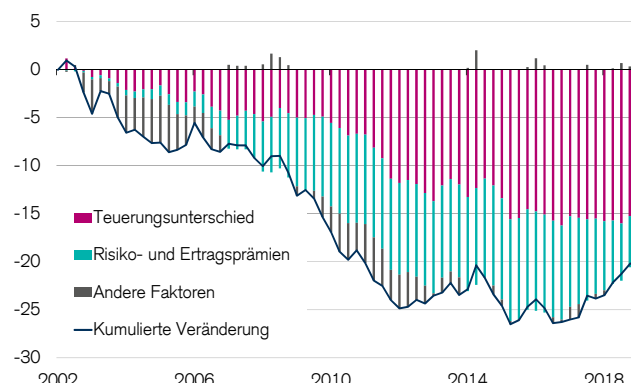
Aus diesem Grund beruhen die Fair-Value-Berechnungen der Credit Suisse auf einem erweiterten Kaufkraftparitätsmodell, das auch die Bestimmungsfaktoren von Prämien miteinbezieht. Gemäss unseren Modellen liegt der Fair Value des CHF gegenüber dem EUR aktuell bei 1.24. Der CHF ist damit gegenüber dem EUR rund 9% überbewertet (vgl. Abb. unten links). Das war aber nicht immer so: Zwischen 2003 und 2010 lag der EUR/CHF-Kurs deutlich höher, als gemäss dem damaligen Fair Value eigentlich angemessen gewesen wäre. Der CHF war folglich gegenüber dem EUR jahrelang unterbewertet, und die Schweizer Wirtschaft fand in diesem Zeitraum äusserst günstige Währungsbedingungen vor. Ein Teil der Kapazitäten, die jüngst unter dem Druck des starken CHF abgebaut werden mussten, ist wohl in diesen günstigen Jahren aufgebaut worden.

**Seit 2002 war CHF gegenüber EUR mehr unter- als überbewertet**  
EUR/CHF-Wechselkurs



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

**Tiefere Teuerung hierzulande lässt fairen EUR/CHF-Kurs sinken**  
Veränderung des fairen EUR/CHF-Wechselkurses, in % und Beitragskomponenten



Quelle: Credit Suisse

**Tiefe Teuerung hilft der Schweiz im internationalen Handel**

Der faire EUR/CHF-Wechselkurs sinkt zudem tendenziell: Seit 2002 hat er um rund 20% abgenommen. Diese Abnahme ist Ausdruck dafür, dass die Schweizer Wirtschaft nach und nach immer besser mit einem EUR/CHF-Kurs näher an der Parität umgehen kann. Haupttreiber hinter dieser Anpassung ist die unterschiedliche Teuerungsentwicklung in der Schweiz und der Eurozone (vgl. Abb. vorherige Seite). In der Eurozone steigen die Preise seit Jahren stärker als in der Schweiz. Risiko- und Ertragsprämien übten indessen vor allem während der Finanz- und Schuldenkrise substantziellen fundamentalen Aufwertungsdruck auf den CHF aus. Diese Treiber haben sich jüngst aber deutlich abgeschwächt.

**Fair Value dürfte auf heutigen Wechselkurswert sinken**

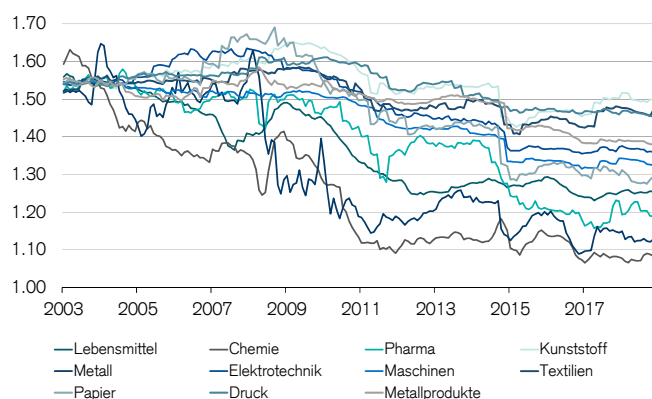
Wir gehen davon aus, dass die Inflation in der Schweiz auch künftig tiefer sein wird als in der Eurozone. Damit würde der EUR/CHF-Fair-Value weiterhin graduell sinken, beziehungsweise der CHF gegenüber dem EUR fundamental stärker werden. Gemäss unseren Prognosen dürfte der Fair Value in rund fünf Jahren ungefähr dort zu liegen kommen, wo der EUR/CHF-Wechselkurs heute ist. Die Devisenmärkte nehmen also die fundamentale Aufwertung gewissermassen vorweg. Zudem erwarten wir, dass der Schweizer Leistungsbilanzüberschuss, der neben dem Handelsbilanzüberschuss auch die Nettoauslandinkommen umfasst, hoch bleiben wird. Für 2019 und 2020 prognostizieren wir Überschüsse von jeweils mehr als CHF 50 Mrd. pro Jahr oder rund 7% des Bruttoinlandprodukts (BIP). Ein hoher Handelsüberschuss lässt allerdings nicht eindeutig den Rückschluss zu, dass ein starker CHF der Schweizer Wirtschaft keinen Schaden zufügt. Der Überschuss ist nämlich schwergewichtig einigen wenigen hochproduktiven Branchen, namentlich der pharmazeutischen Industrie, der Uhrenindustrie, dem Rohstoffhandel (Transithandel) und den Finanzdienstleistungen, zu verdanken. Diese Branchen zeichnen sich erstens dadurch aus, dass sie einen überproportional hohen Anteil ihrer Exporterlöse nicht im Euroraum erzielen. Zweitens erwies sich ihre Exportentwicklung in der Vergangenheit als wenig sensibel gegenüber der Wechselkursentwicklung. Zudem ist ihre Bedeutung für die Beschäftigung relativ gering: Sie generieren zwar rund 20% des BIP, beschäftigen aber nur 8% der Angestellten hierzulande.

**Wechselkurs ist für die meisten Branchen deutlich überbewertet**

Die Betroffenheit der meisten Industriebranchen gegenüber dem EUR/CHF-Wechselkurs dürfte hingegen äusserst heterogen sein. Ausgangspunkt unserer Branchenanalyse ist wiederum der Fair Value, diesmal jedoch ein branchenspezifischer. Basierend auf dem simplen Kaufkraftparitätsansatz verwenden wir die Produzentenpreisentwicklung in den entsprechenden Branchen, um die spezifischen fairen EUR/CHF-Wechselkurse zu berechnen. Ein fallender Trend in der Abbildung unten links bedeutet also, dass die Produzentenpreise der betreffenden Schweizer Branchen gegenüber jenen im Euroraum sinken und damit wettbewerbsfähiger werden. In unseren Berechnungen unterstellen wir ausserdem sehr vereinfachend, dass der CHF in den Jahren 2003/2004 aus Sicht der Gesamtindustrie fair bewertet war. Am besten interpretieren wir die Resultate in dieser Abbildung daher als Entwicklung der branchenspezifischen preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich zu den Jahren 2003 und 2004. Gemäss dem hier verwendeten Ansatz ist der aktuelle EUR/CHF-Wechselkurs für die Textil-, Druck- und Kunststoffindustrie um 30% bis 40%, für die Elektro-, Papier-, Maschinen-, Metallprodukte- und Lebensmittelindustrie um 10% bis 20% und für die Pharma-, Chemie- und Metallindustrie nur leicht oder nicht überbewertet (vgl. Abb. unten rechts). Die Überbewertung ist demnach für die meisten Industriebranchen deutlich stärker als im gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt.

**Tendenzieller Rückgang der branchenspezifischen Fair Values**

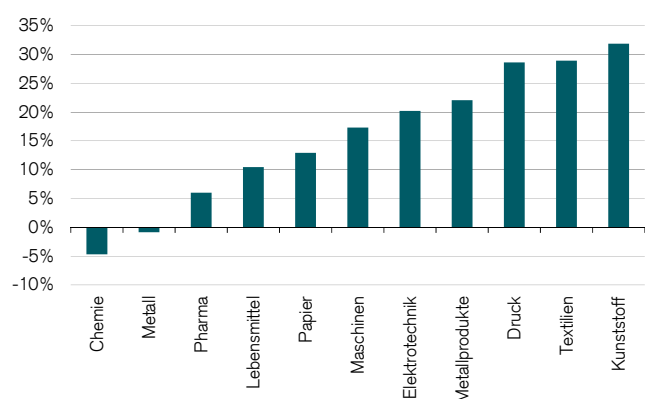
Branchenspezifischer Fair Value (EUR/CHF)



Quelle: Credit Suisse

**EUR/CHF-Kurs von 1.13 ist für meiste Industriebranchen überbewertet**

Abweichung vom branchenspezifischen Fair Value (EUR/CHF)



Quelle: Credit Suisse

## Schweizer Unternehmen verfügen über Preissetzungsmacht, ...

Die branchenspezifischen Fair-Value-Wechselkurse haben jedoch eine offensichtliche Schwäche: Sie lassen keine Rückschlüsse darauf zu, ob eine Überbewertung für eine Branche tatsächlich ein Problem darstellt oder nicht. Dem ist so, weil es Branchen gibt, die über eine hohe Preissetzungsmacht verfügen, weil sie beispielsweise eine global starke oder gar beherrschende Stellung in einem Marktsegment innehaben und die Nachfrage nach ihren Produkten dementsprechend äusserst preisunelastisch ist. Derartige Unternehmen sind also selbst bei einer CHF-Aufwertung nicht gezwungen, ihre Preise nach unten anzupassen, weil ihre Produkte dermassen stark nachgefragt werden beziehungsweise weil der Preis beim Kauf nicht die entscheidende Komponente ist. Man denke beispielsweise an Uhren aus dem absoluten Luxussegment, an patentgeschützte Pharmazeutika oder an spezialisierte und damit «unverzichtbare» Maschinen und Geräte. Hinzu kommt, dass ein zunehmender Anteil der Schweizer Exporte nicht in den Euroraum geht und sich der Anteil der Exporte in den Euroraum je nach Branche unterscheidet, weshalb der enge Blick auf den EUR/CHF-Wechselkurs für gewisse Branchen zu kurz greift.

## ... die sich mittels Wechselkurselastizitäten schätzen lässt

Um diesen Schwächen Rechnung zu tragen, lohnt sich ein Blick auf die Wechselkurselastizitäten und die Anteile des Euroraums am Exportumsatz der einzelnen Branchen. Die Wechselkurselastizität gibt an, um wie viele Prozentpunkte das Exportwachstum abnimmt (bzw. zunimmt), wenn sich der EUR/CHF-Wechselkurs um 1 Prozentpunkt verändert (bei konstantem Wirtschaftswachstum im Ausland). Eine geringe Wechselkurselastizität deutet auf eine geringe Bedeutung des Wechselkurses und damit auf eine geringe Bedeutung der Überbewertung hin. Ganz ähnlich verringert ein tiefer Anteil der Verkäufe in den Euroraum an den gesamten Exporten die branchenspezifische Bedeutung des Wechselkurses.

## Markante Unterschiede nach Branchen

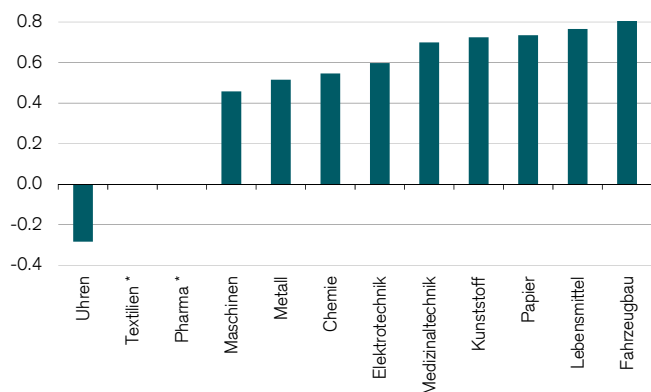
Aus der Abbildung unten links ist ersichtlich, dass der Wechselkurs für die Produkte der Pharma- und der Uhrenindustrie wie erwartet keine Rolle spielt. Ebenso haben die Exportvolumen der Textilindustrie in den Euroraum in der Vergangenheit nicht messbar auf Veränderungen des EUR/CHF-Wechselkurses reagiert, wobei hier der Versandhandel das Bild verzerren dürfte. Auch für die Maschinenbauer sowie die Metallindustrie und die chemische Industrie ist die bremsende Wirkung einer Überbewertung aufgrund der höheren Preissetzungsmacht im Ausland tiefer als beispielsweise in der Kunststoffindustrie. Die Maschinen- und die chemische Industrie sind zudem geographisch vergleichsweise gut diversifiziert: Gemäss Abbildung unten rechts geht der Grossteil ihrer Exporte in Länder ausserhalb des Euroraums. Dies im Gegensatz zur Metall- und Textilindustrie, für die der Euroraum von überragender Bedeutung ist.

## Anpassung an den Wechselkurs ist unterschiedlich weit fortgeschritten

Insgesamt kristallisiert sich aus dieser Analyse heraus, dass die Pharmaindustrie am besten dasteht: Sie sieht sich keinem überbewerteten branchenspezifischen Fair Value gegenüber, exportiert viel in die USA und verfügt über eine grosse Preissetzungsmacht. Ähnlich vorteilhaft präsentiert sich die Situation der Uhrenindustrie. Die Schweizer Maschinenbauer wiederum sind zwar nach wie vor mit einer Überbewertung konfrontiert, doch scheint ihre Preissetzungsmacht verhältnismässig hoch, während die Eurozone für sie vergleichsweise wenig bedeutend scheint. Ähnlich, wenn auch nicht ganz so positiv, ist die Ausgangslage auch für die Elektrotechnik.

### Grosse Differenzen hinsichtlich Bedeutung des Wechselkurses

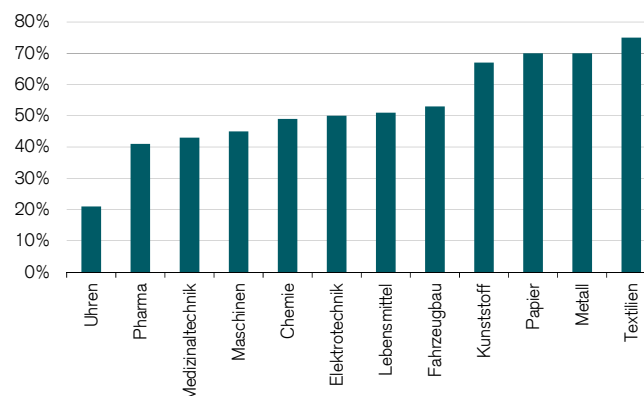
Wechselkurselastizitäten EUR/CHF der Exporte in den Euroraum (bei konstantem Wirtschaftswachstum im Euroraum), in Prozentpunkten



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse \* nicht statistisch signifikant

### Nur 40% der Pharmaexporte gehen in den Euroraum

Anteil der Eurozone am Total der Exporte, 2018



Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung, Credit Suisse

### **Chemie- und Metallindustrie mit starken Preisanpassungen**

Ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit beinahe zurückgewonnen haben die Chemie- und die Metallindustrie. Beide verfügen aber über eine etwas geringere Preissetzungsmacht als die vorstehend genannten Branchen, und die Metallindustrie ist zudem stark europazentriert. Schwieriger ist die Lage für Teile der Nahrungsmittel-, Textil-, Fahrzeug- und Lebensmittelindustrie sowie generell für die Branchen Papier und Kunststoff. Hier ist entweder die Preissetzungsmacht gering, die Überbewertung hoch oder der Euroraum dominant (oder es ist sogar eine Kombination mehrerer dieser Faktoren zu finden). In diesen Branchen ist deshalb auch eine weitere Verlagerung der Tätigkeit ins Ausland zu erwarten, ausser sie können durch die Entwicklung von preislich weniger sensitiven Nischenprodukten und damit einer Verbesserung ihrer Marktposition die Wirkung des preislichen Wettbewerbs kompensieren.

### **Devisenmarktinterventionen nur bei kurzfristigem Überschiessen**

Mit Blick auf die SNB-Politik lässt sich Folgendes feststellen: Je länger das Währungspaar EUR/CHF auf den aktuellen Notierungen verharrt, desto weniger gerechtfertigt scheinen Fremdwährungskäufe, um den Wechselkurs allenfalls zu «verteidigen». Allerdings scheint es weiterhin sinnvoll, ein durch grössere Schocks verursachtes Überschiessen des Wechselkurses zu verhindern. Grundsätzlich ist es jedoch natürlich sehr schwierig zu beurteilen, ob ein derartiger Schock temporärer oder permanenter Natur ist. Markante Wechsel von einer Unterbewertung des CHF, wie sie Mitte der 2000er-Jahre auftrat, hin zu einer starken Überbewertung schaden der Wirtschaft zweifelsohne mehr als eine moderate Überbewertung.

#### **Schweizer Tourismus fängt CHF-Aufwertung partiell mittels Preiskonzessionen auf**

Bis zur globalen Finanzkrise bewegten sich die Preise des Schweizer Tourismus (in EUR gerechnet) mehr oder weniger im Takt des EUR/CHF-Wechselkurses. Für die Gäste aus Deutschland (und wohl auch der Eurozone allgemein) verteuerte sich entsprechend der Aufenthalt hierzulande in jeder CHF-Aufwertungsphase. Seit 2011 – und verstärkt seit 2015 – federn Schweizer Tourismusanbieter jedoch die Auswirkungen der Aufwertungsschübe des CHF auf die Preise in EUR ab, indem sie die Preise weniger schnell nach oben anpassen. Insgesamt wurde so knapp die Hälfte des wechselkursbedingten preislichen Nachteils aufgefangen. Weil Gäste aus der Eurozone «nur» ein Viertel aller Logiernächte ausmachen, dürfte diese Preispolitik vor allem auch dazu gedient haben, einheimische Gäste in der Schweiz zu halten.

# Wie weiter lockern?

**Trotz der Negativzinsen der SNB ist die Geldpolitik in der Schweiz nicht besonders expansiv, da der CHF stark ist. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik wäre wegen der sogenannten «effektiven Untergrenze» aber dennoch schwierig.**

**Tiefe Leitzinsen implizieren nicht notwendigerweise eine expansive Geldpolitik**

Die Geldpolitik ist nicht expansiv, nur weil die Zentralbank ihre Leitzinsen unter einen gewissen historischen Wert gesenkt hat. Viel aussagekräftiger ist, wie hoch der inflationsbereinigte Leitzins im Vergleich zum «Gleichgewichtszins» (also zum «natürlichen» Zins) ist. Der Gleichgewichtszins ist der Satz, bei dem sich das Angebot an und die Nachfrage nach kurzfristig ausleihbaren Mitteln die Waage halten. Dieser natürliche Zinssatz lässt sich nicht beobachten, sondern muss geschätzt werden. Unsere eigenen Schätzungen legen nahe, dass der inflationsbereinigte Gleichgewichtszinssatz effektiv negativ sein könnte. Folglich liegt der reale Leitzins, der zurzeit bei rund  $-1.75\%$  steht, um nur rund 1 Prozentpunkt unter seinem Gleichgewichtsniveau.

**Stärke des CHF bedeutet straffere monetäre Bedingungen**

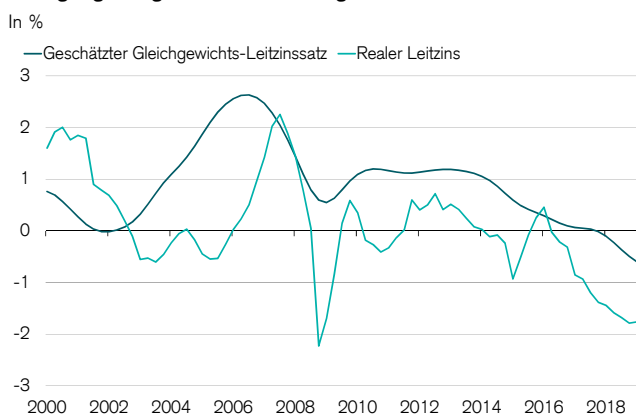
Wird darüber hinaus der Wechselkurs in die Gleichung einbezogen, ergibt sich das Bild einer zurzeit restriktiveren geldpolitischen Ausrichtung. Gemäss unseren Fair-Value-Modellen notiert der CHF derzeit relativ zu einem Korb mit diversen Währungen um 7% bis 8% über seinem Gleichgewichtsniveau. Selbstverständlich sind derartige Schätzungen ebenfalls mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet. Laut Schätzungen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) könnte eine solche Abweichung des Wechselkurses von seinem Fair Value allerdings denselben Straffungseffekt haben wie eine Erhöhung des Leitzinses um 1 bis 2 Prozentpunkte. Die Stärke des CHF kompensiert die niedrigen Leitzinsen folglich weitgehend. Dies impliziert wiederum, dass die aktuelle geldpolitische Ausrichtung mehr oder weniger «neutral» ist.

**SNB scheinen Optionen für substanzielle Lockerung ihrer Geldpolitik ausgegangen zu sein**

Wenn die globale und die Schweizer Wirtschaft eine Schwäche erleiden würden, hätte die SNB kaum noch Spielraum für eine Lockerung ihrer Geldpolitik. Eine weitere Senkung ihrer Zinsen um 0.50 Prozentpunkte wäre wahrscheinlich noch möglich, darüber hinausgehende Zinsschnitte würden aber wohl eine allgemeine Flucht in Banknoten auslösen. Sofern dieser kein gesetzlicher Riegel vorgeschoben würde (was politisch höchst sensibel wäre), würde sie den Effekt der Negativzinsen unterminieren. Als Alternative könnte die SNB den CHF zu schwächen versuchen. Hierzu wären aber wohl äusserst umfassende Fremdwährungskäufe erforderlich, welche die bereits enorme SNB-Bilanz weiter aufblähen würden. Theoretisch könnte die SNB auch ihr Inflationsziel von zurzeit unter 2% anheben. Ihre Tolerierung einer höheren Inflation würde die Realzinsen senken und folglich die monetären Bedingungen lockern. Die SNB wäre indes nicht sehr glaubwürdig, wenn sie sich auf ein höheres Inflationsziel verpflichtet, ohne über die Instrumente zu verfügen, um dieses Ziel auch zu erreichen. Angesichts dieser Beschränkungen dürften die Negativzinsen aus «Präventionsüberlegungen» noch länger Bestand haben als dies der Fall wäre, wenn die SNB ihre Geldpolitik ausgehend vom heutigen Stand substanziell lockern könnte. Die Negativzinsen dürften sogar auch dann fortbestehen, wenn die Wirtschaft weiter expandieren sollte.

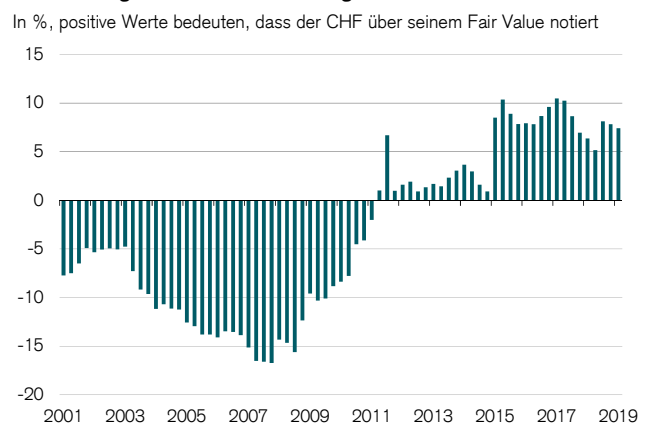
[maxime.botteron@credit-suisse.com](mailto:maxime.botteron@credit-suisse.com)

**Rückgang des geschätzten Gleichgewichtszinssatzes**



Quelle: Datastream, Credit Suisse

**Abweichung des CHF von seinem geschätzten Fair Value**



Quelle: Credit Suisse

## Banknotenumlauf

In den ersten drei Monaten des laufenden Jahres nahm der Banknotenumlauf so verhalten zu wie seit Dezember 2004 nicht mehr. Die Nachfrage nach 1'000-Franken-Noten war stark gestiegen, nachdem die SNB Anfang 2015 Negativzinsen eingeführt hatte. Sie hat sich jedoch seither wieder abgeschwächt und ist seit November 2018 rückläufig. Dieser Trend ist insofern bemerkenswert, als dass sowohl die Nominal- als auch die Realzinsen negativ sind (vgl. vorherige Seite). Ein Grund hierfür könnte sein, dass die Risikoabneigung der Anleger etwas nachgelassen hat. Dies impliziert darüber hinaus, dass die SNB ihren Leitzins bei Bedarf wahrscheinlich noch etwas weiter senken könnte.

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

## Leitzinsprognose

Wie wir vorstehend erläutert haben, implizieren die beschränkten Optionen der SNB zur Lockerung ihrer Geldpolitik, dass die Zentralbank noch während längerer Zeit an ihren Negativzinsen wird festhalten müssen. Da sich das weltwirtschaftliche Wachstum verlangsamt und dieser Abschwung länger als bisher erwartet anhalten könnte, rechnen wir nicht damit, dass die SNB ihren Leitzins über unseren Prognosehorizont hinweg (d.h. bis mindestens Ende 2020) anheben wird. Indessen würden wir eine Leitzinssenkung nicht gänzlich ausschliessen, insbesondere dann nicht, wenn die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik lockern würde. Dies entspricht jedoch gegenwärtig nicht unserem Basisszenario.

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

## Devisenreserven

Relativ zur Grösse ihrer Wirtschaft gehört die Schweiz zu den Ländern mit den grössten Fremdwährungsreserven. Ein Blick ausschliesslich auf die offiziellen Reserven kann jedoch irreführend sein. Einige Volkswirtschaften – hauptsächlich Rohstoffexporteure, aber auch Singapur und China – haben Staatsfonds gegründet, um einen Teil ihrer Devisenreserven zu bewirtschaften. Die offiziellen Fremdwährungsreserven Norwegens beispielsweise beliefen sich per Ende Dezember 2018 auf 14% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Unter Berücksichtigung der Vermögenswerte in Norwegens Staatsfonds schnellen die Devisenreserven indessen auf über 230% des BIP nach oben.

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

## Rückgang im Umlauf befindlicher 1'000-Franken-Noten

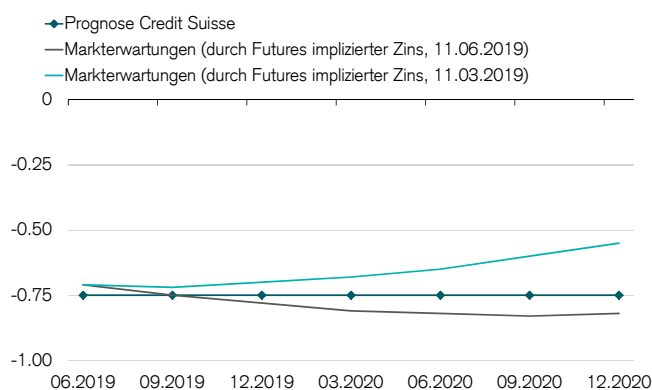
Zu- bzw. Abnahme der sich im Umlauf befindlichen Banknoten, in % ggü. Vorjahr



Quelle: SNB, Credit Suisse

## Voraussichtlich keine Anpassung der Leitzinsen bis 2020

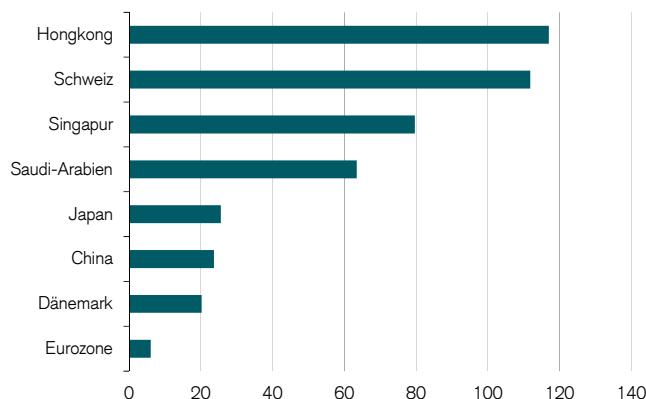
Prognose 3-Monats-Libor (Leitzins), in %



Quelle: Bloomberg, Credit Suisse

## Asiens Volkswirtschaften tendenziell mit hohen Reserven

Offizielle Fremdwährungsreserven, in % des Bruttoinlandsprodukts (2018)



Quelle: IWF, Credit Suisse

## Wohneigentum

Die Hypothekenzinsen, die seit Ende 2018 wieder auf sehr tiefe Niveaus gesunken sind und damit die Nachfrage stützen, sowie die derzeit geringe Ausweitung des Angebots an Eigentumswohnungen und Eigenheimen haben eine Beschleunigung des Preiswachstums zur Folge. Im 1. Quartal 2019 lagen die Preise von Eigentumswohnungen um 2.6% höher als im Vorjahr (langjähriges Mittel: +3.8%). Bei Einfamilienhäusern war dagegen ein Plus von 4.3% zu verzeichnen, was über dem Mittel von +3.2% liegt. Für den weiteren Jahresverlauf rechnen wir aufgrund der geringeren Wirtschaftsdynamik mit einer nachlassenden Preisdynamik. Dabei dürfte der Preiszuwachs bei Einfamilienhäusern weiterhin höher ausfallen als bei Eigentumswohnungen.

thomas.rieder@credit-suisse.com

## Mietwohnungen

Für über 5% aller Mietwohnungen werden gegenwärtig Mieter gesucht. Die Angebotsziffer, die den Anteil ausgeschriebener Wohnungen am Bestand misst, hat sich zwar in den letzten Quartalen stabilisiert, bewegt sich jedoch auf dem höchsten Niveau der vergangenen 13 Jahre. Ausserhalb der besten Lagen in den Agglomerationen hat sich die Marktmacht daher von den Vermietern auf die Mieter verlagert. Um längere Leerstände zu vermeiden, müssen Ersterer zunehmend auch die Mietpreise nach unten anpassen. Gemäss Wüest Partner lagen die Mieten ausgeschriebener Wohnungen im 1. Quartal 2019 um 1.9% tiefer als im Vorjahresquartal.

fabian.waltert@credit-suisse.com

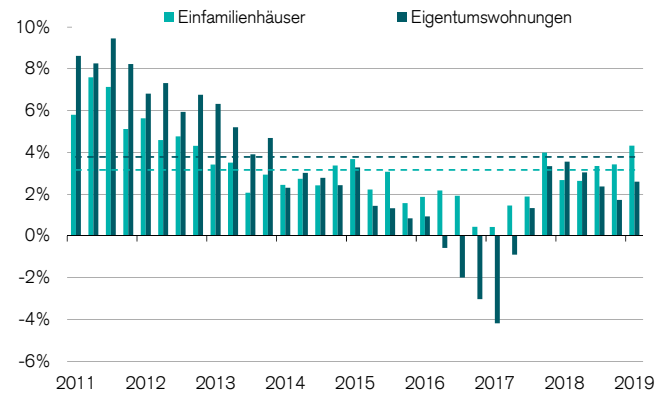
## Büroflächen

Die starke Konjunktur beflügelte 2018 das Beschäftigungswachstum und liess die Nachfrage nach Büroflächen steigen. Das Gesamtbeschäftigungswachstum erreichte im 2. Quartal 2018 bei 2.0% seinen Höhepunkt und gab bis zum Jahresende leicht auf 1.6% nach, was vor allem auf die schwache Beschäftigungsentwicklung im Bau- und Gastgewerbe zurückzuführen war. Da in diesen Sektoren eher wenige Angestellte in Büros arbeiten, verzeichnete das Wachstum der Bürobeschäftigung keinen derart deutlichen Rückgang. Im Verlauf des Jahres 2019 ist indessen mit einer weiteren Abschwächung der Büroflächennachfrage zu rechnen.

alexander.lohse@credit-suisse.com

## Preiswachstum hat sich Anfang Jahr beschleunigt

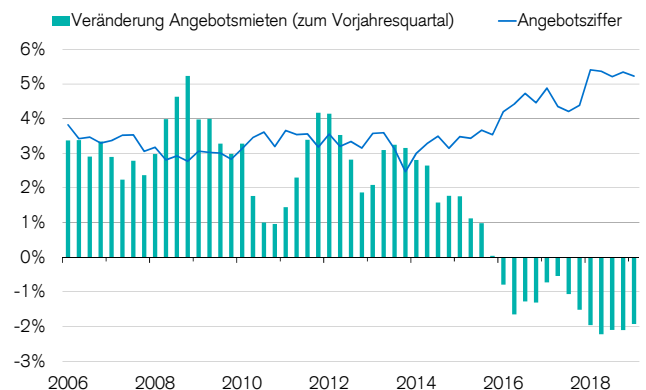
Jahreswachstumsraten mittleres Segment, gestrichelte Linien: Mittelwert 2000–2018



Quelle: Wüest Partner

## Hohes Angebot lastet auf den Mieten

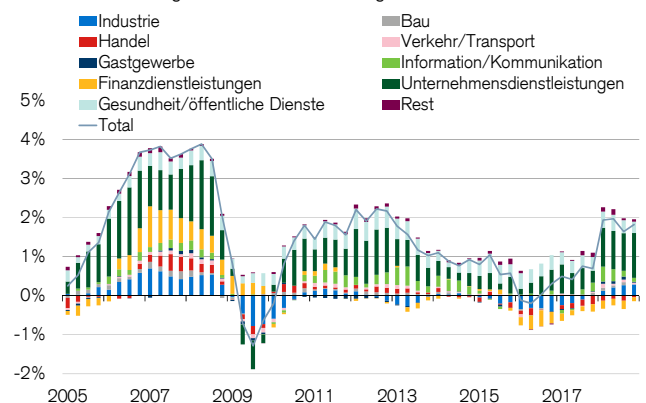
Angebotsziffer (in % des Mietwohnungsbestands) und Entwicklung Angebotsmieten



Quelle: Meta-Sys AG, Wüest Partner, Credit Suisse

## Abschwächung des Wachstums der Bürobeschäftigung

Jährliche Veränderung der Anzahl Bürobeschäftigte auf Vollzeitbasis, in %



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse



# Credit Suisse Vorlaufindikatoren

## Purchasing Managers' Index (PMI)

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

## Credit Suisse Exportbarometer

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

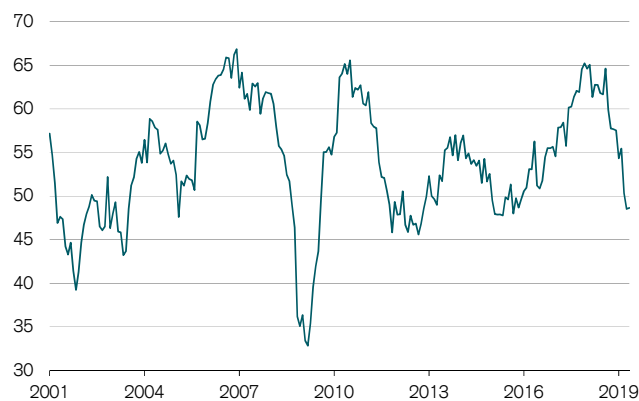
## CS CFA Society Switzerland Indikator

Finanzanalysten sind am Puls der Wirtschaft. Zusammen mit der CFA Society Switzerland führen wir seit 2017 eine monatliche Befragung von Finanzanalysten durch: die Finanzmarkt-Umfrage Schweiz<sup>1</sup>. Die Analysten werden nicht nur nach ihrer Einschätzung zur aktuellen und zukünftigen konjunkturellen Lage und zur Inflationsrate gefragt, sondern auch um ihre Einschätzungen hinsichtlich Finanzmarktthemen wie der Aktienmarktentwicklung oder der Zinsprognosen gebeten. Der eigentliche CS CFA Society Switzerland Indikator stellt den Saldo der Erwartungen bezüglich des Verlaufs der Schweizer Konjunktur in den kommenden sechs Monaten dar.

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

## Industriekonjunktur

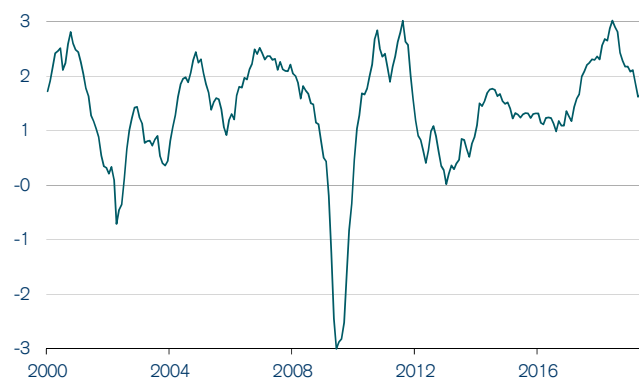
Purchasing Managers' Index > 50 = Wachstum



Quelle: procure.ch, Credit Suisse

## Exporte

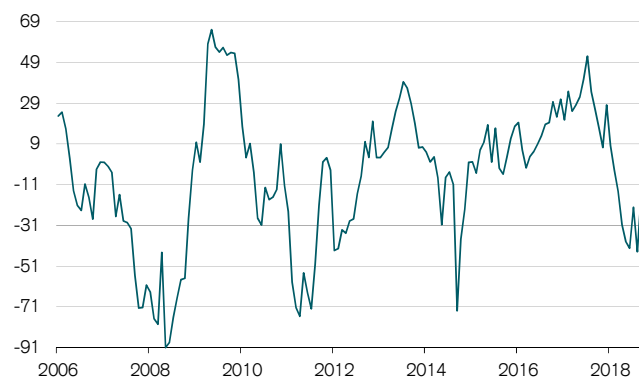
In Standardabweichungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: PMIPremium, Credit Suisse

## Konjunktur

Saldo der Erwartungen, Werte > 0 = Wachstum



Quelle: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

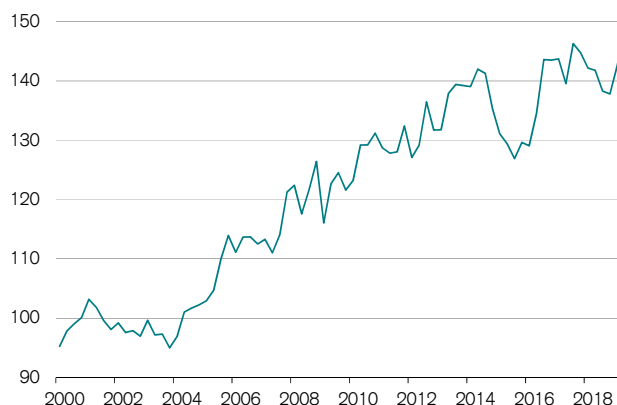
# Credit Suisse Vorlaufindikatoren

## Bauindex Schweiz

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

## Baukonjunktur

1. Quartal 1996 = 100



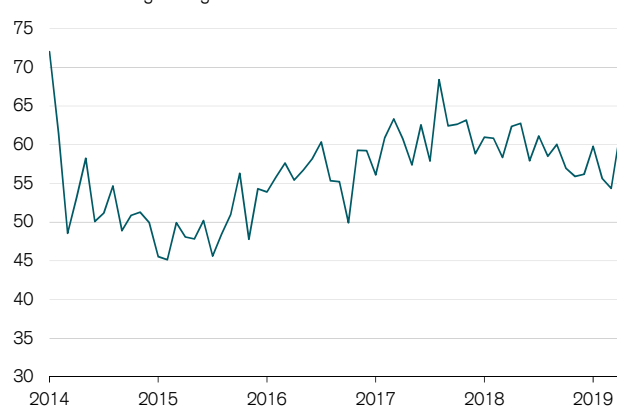
Quelle: Schweizerischer Baumeisterverband, Credit Suisse

## Dienstleistungs-PMI

Procure.ch, der Fachverband für Einkauf und Supply Management, und die Credit Suisse haben 2014 einen PMI für den Dienstleistungssektor lanciert. Der Dienstleistungs-PMI ist genau gleich aufgebaut wie der PMI für die Industrie. Werte über 50.0 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

	2019 1. Quartal	2019P 2. Quartal	2019P 3. Quartal	2019P 4. Quartal	2020P 1. Quartal	2020P 2. Quartal	2020P 3. Quartal	2020P 4. Quartal	2019P	2020P
BIP (YoY, in %)	1.7	1.0	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	1.5	1.8
Privater Konsum	0.8	1.1	1.7	1.8	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4	1.4
Staatskonsum	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
Bruttoanlageinvestitionen	0.2	1.3	2.0	2.0	2.0	1.7	1.7	1.7	1.4	1.8
Bauinvestitionen	1.3	0.5	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.1
Ausrüstungsinvestitionen	-0.4	1.5	2.5	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0	1.5	2.0
Exporte (Güter und Dienstleistungen)	4.7	2.5	2.5	0.4	3.0	3.0	3.0	3.0	2.5	3.0
Importe (Güter und Dienstleistungen)	0.1	2.5	4.2	3.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6	2.5
Inflation (in %)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.8	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
Arbeitslosigkeit (in %)	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.5
Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten (YoY, in %)	1.5	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2
Nettozuwanderung (in Tsd.)									50	55
Nominallohnwachstum (YoY, in %)									1.0	1.0
Leistungsbilanz (in % des BIP)									7.1	7.4

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

## Prognosen für die Weltwirtschaft

Prognosen	Prognosen		Inflation		Struktur		Bedeutung für die Schweiz	
	BIP ggü. Vorjahr, in %				Bevölkerung in Mio.	BIP in USD Mrd.	Exportanteil in %	Importanteil in %
	2019	2020	2019	2020	2018	2018	2018	2018
Welt	2.8	2.8	2.6	2.4	7'530	84'740	100	100
USA	2.6	2.1	1.9	1.9	327	20'494	16.3	6.2
Eurozone	1.0	1.4	1.4	1.5	341	13'669	44.3	61.7
Deutschland	0.6	1.1	1.1	1.4	83	4'000	18.8	27.1
Frankreich	1.0	1.3	1.3	1.5	65	2'775	6.5	8.0
Italien	0.1	0.7	1.0	1.3	60	2'072	6.2	9.3
Grossbritannien	1.3	1.4	1.9	2.1	66	2'829	4.0	3.8
Japan	0.8	0.7	0.6	0.5	126	4'972	3.3	1.7
China	6.3	6.0	1.9	2.0	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 %)	-0.50	-0.4--0.2	-0.1-0.1	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 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, Portfoliogewichtung und Wertentwicklung können nach Ihrer persönlichen Situation und Risikotoleranz erheblich davon abweichen. Meinungen und Ansichten der Anlagestrategen können sich von denen anderer CS-Departments unterscheiden. Ansichten der Anlagestrategen können sich jederzeit ohne Ankündigung oder Verpflichtung zur Aktualisierung ändern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen.

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

## Allgemeiner Haftungsausschluss/ Wichtige Information

Der vorliegende Bericht ist nicht für die Verbreitung an oder die Nutzung durch natürliche oder juristische Personen bestimmt, die Bürger eines Landes sind oder in einem Land ihren Wohnsitz bzw. ihren Gesellschaftssitz haben, in dem die Verbreitung, Veröffentlichung, Bereitstellung oder 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 zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des

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

Suisse AG, Bahrain Branch, lautet Level 22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. **Deutschland:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. **DIFC:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, 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. 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 Nettvermögen 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 © 2019 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

19C012A\_IS

## Weitere Publikationen der Credit Suisse

---

---

### **Immobilienmonitor**

#### **2. Quartal 2019**

Der Immobilienmonitor bietet dreimal jährlich ein Update aller immobilienrelevanten Marktentwicklungen und ergänzt damit die jährlichen Fundamentalanalysen und Spezialthemen der Credit Suisse Immobilienstudie.

**6. Juni 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

**11. April 2019**

---

### **Bauindex Schweiz**

#### **2. Quartal 2019**

Der vierteljährlich publizierte Bauindex Schweiz informiert zeitnah über die Konjunktur in der Baubranche und beinhaltet Schätzungen und Hintergründe der Umsatzentwicklung im Bauhauptgewerbe.

**28. Mai 2019**

---

**Die nächste Monitor Schweiz erscheint im September 2019.  
Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei  
Ihrem Kundenberater.**



#### **CREDIT SUISSE AG**

Investment Solutions & Products

Postfach 300

CH-8070 Zürich

[credit-suisse.com](http://credit-suisse.com)