

## Immobilienmonitor Schweiz

4. Quartal 2016

# Was bringt das Jahr 2017?



Wohneigentum  
**Kalkulatorischer Zins  
im Fokus**  
Seite 7

Zweitwohnungen  
**Preisrückgang durch  
Annahme der Zweitwoh-  
nungsinitiative**  
Seite 10

Indirekte Immobilienanlagen  
**Anstieg der langfristi-  
gen Zinsen belastet  
Immobilienfonds**  
Seite 14

## Impressum

### Herausgeber

Loris Centola  
Global Head of PB Research  
Tel. +41 44 333 57 89  
E-Mail: [loris.centola@credit-suisse.com](mailto:loris.centola@credit-suisse.com)

Fredy Hasenmaile  
Head Real Estate & Regional Research  
Tel. +41 44 333 89 17  
E-Mail: [fredy.hasenmaile@credit-suisse.com](mailto:fredy.hasenmaile@credit-suisse.com)

### Kontakt

Tel. +41 44 333 33 99  
E-Mail: [immobilien.economicresearch@credit-suisse.com](mailto:immobilien.economicresearch@credit-suisse.com)

### Redaktionsschluss

23. November 2016

### Publikationsreihe

Swiss Issues Immobilien

### Besuchen Sie uns auf dem Internet

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

### Copyright

Die Publikation darf mit Quellenangabe zitiert werden.  
Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

## Autoren

Denise Fries  
Fabian Hürzeler  
Thomas Rieder  
Daniel Steffen  
Dr. Fabian Waltert

Liebe Leserin, lieber Leser

Das Jahr neigt sich dem Ende zu. Zeit für einen Rückblick auf die letzten 12 Monate und einen Ausblick auf das kommende Jahr. Mit dem Ende des Kalenderjahres mehren sich die Zeichen, dass nicht nur das Jahr, sondern auch gewisse immobilienrelevante Entwicklungen auslaufen. An erster Stelle ist der langjährige Trend sinkender Zinsen zu nennen. Dieser dürfte in Zukunft keine Fortsetzung mehr erfahren. Der Ausstieg der amerikanischen Zentralbank aus ihrer expansiven Geldpolitik ist im Gange, wenn auch weniger beherzt als ursprünglich angekündigt. Es gilt als beinahe sicher, dass sich unsere Erwartung einer zweiten Erhöhung der amerikanischen Leitzinsen im laufenden Monat bewahrheitet. Der Anstieg der langfristigen Zinsen in den letzten Wochen hat diese Entwicklung bereits weitgehend vorweggenommen und sich unter anderem belastend auf Schweizer Immobilienfonds ausgewirkt. Deren bisherige Jahresperformance kann sich im Vergleich mit europäischen Immobilienanlagen oder Schweizer Aktien dennoch sehen lassen ([Seite 14](#)).

Weniger Rückenwind für den Schweizer Immobilienmarkt ist zudem fortan auch von der Zuwanderung zu erwarten. Erstmals hat im laufenden Jahr der Strom von Zuwanderern aus dem Ausland mit zweistelliger Rate abgenommen, was sich eins zu eins auf die Absorption von Mietwohnungen durchschlägt. Trotzdem dürfte das Jahr für viele Immobilienbesitzer relativ versöhnlich enden. Das Glas wird nach wie vor als halbvoll angesehen und den anstehenden Herausforderungen sieht man mit Zuversicht entgegen. Immerhin erlaubt das Zinsniveau eine erneute Senkung der Diskontsätze, was sich nochmals positiv auf die Bewertungen per Jahresende auswirken dürfte. Die Immobilienrenditen sind dann auch noch immer ansprechend und dürften zur Freude der Bauwirtschaft sowie der übrigen Akteure und Dienstleister auf dem Immobilienmarkt auch im kommenden Jahr weiteres Kapital in diesen Sektor schleusen. Welche weiteren Effekte wir erwarten, lesen Sie auf [Seite 5 und 6](#).

Während die Mieter nächstes Jahr zu den Gewinnern zählen werden, sehen sich potenzielle Wohneigentümer hohen Finanzierungshürden ausgesetzt, die spezifisch für junge Haushalte nur schwierig zu überwinden sind. Immer mehr macht sich der Kollateralschaden der erzwungenen Abkühlung auf dem Wohneigentumsmarkt bemerkbar. Entsprechend ist eine Diskussion um die Höhe des kalkulatorischen Zinses entbrannt. Ironischerweise melden sich die langfristigen Zinsen exakt zu diesem Zeitpunkt mit einem unerwartet starken Sprung nach oben zu Wort. Da eine Lockerung der Tragbarkeitsberechnung gemäss unseren Beobachtungen mit einem erneuten Preisanstieg einhergehen würde, handelt es sich letztlich um eine Güterabwägung zwischen Immobilienmarktstabilität und der Förderung von Wohneigentum ([Seite 7 und 8](#)).

Des Weiteren haben wir den Effekt der Zweitwohnungsinitiative auf das Preiswachstum von Wohneigentum untersucht. Dank speziellen statistischen Methoden war es möglich, den kausalen Effekt der Zweitwohnungsinitiative auf die Preisentwicklung zu quantifizieren. Dieser isolierte negative Effekt dürfte grundsätzlich ein vorübergehender sein, da sich dessen wichtigste Treiber (Angebotsausweitung, Rechtsunsicherheit) mit der Zeit abschwächen dürften. Sofern nicht andere Treiber plötzlich eine negative Wirkung entfalten, wäre die Zeit für den Kauf einer Ferienwohnung also nicht schlecht ([Seite 10 und 11](#)).

Im Namen der Autoren wünsche ich Ihnen einen guten Jahresausklang und eine informative und inspirierende Lektüre.

Fredy Hasenmaile  
Head Real Estate & Regional Research

# Inhalt

<b>Immobilienmarkt: Was bringt das Jahr 2017?</b>	<b>5</b>
2017 dürfte wiederum die Politik für Spannung sorgen. Höhere Volatilitäten scheinen vorprogrammiert, und sogar ein Gau kann nicht gänzlich ausgeschlossen werden. Die Immobilienmärkte bergen dagegen im Jahr 2017 wenig Überraschungspotenzial. Die aktuellen Trends dürften sich fortsetzen. Die ansehnlichen Immobilienrenditen werden auch 2017 auf die Anleger eine grosse Anziehungskraft ausüben und damit die Flächenausweitung unverändert ankurbeln.	
<b>Wohneigentum: Kalkulatorischer Zins im Fokus</b>	<b>7</b>
Bei einer Senkung des kalkulatorischen Zinssatzes könnten sich vorübergehend wieder mehr Haushalte Wohneigentum leisten. Der daraus folgende Preisauftrieb würde die aktuelle Marktberuhigung allerdings gefährden.	
<b>Zweitwohnungen: Preisrückgang durch Annahme der Zweitwohnungsinitiative</b>	<b>10</b>
Die Annahme der Zweitwohnungsinitiative hat das Preiswachstum von Wohneigentum in Zweitwohnungsgemeinden gebrochen. Anstatt einer anhaltend dynamischen Entwicklung sind die Preise leicht gesunken. Dies zeigt eine Analyse, die erstmals den Effekt der Annahme der Initiative isoliert untersucht hat.	
<b>Mietwohnungen</b>	<b>12</b>
<b>Kommerzielle Immobilien</b>	<b>13</b>
<b>Indirekte Immobilienanlagen: Anstieg der langfristigen Zinsen belastet Immobilienfonds</b>	<b>14</b>
Der Zinsanstieg der letzten Wochen ist nicht spurlos an den Immobilienfonds vorbeigegangen. Diese haben deutlich nachgegeben, weisen für das laufende Jahr jedoch im Vergleich zum gesamteuropäischen Markt noch immer eine deutliche Überrendite auf.	

## Immobilienmarkt

# Was bringt das Jahr 2017?

**2017 dürfte wiederum die Politik für Spannung sorgen. Höhere Volatilitäten scheinen vorprogrammiert, und sogar ein Gau kann nicht gänzlich ausgeschlossen werden. Die Immobilienmärkte bergen dagegen im Jahr 2017 wenig Überraschungspotenzial. Die aktuellen Trends dürften sich fortsetzen. Die ansehnlichen Immobilienrenditen werden auch 2017 auf die Anleger eine grosse Anziehungskraft ausüben und damit die Flächenausweitung unverändert ankurbeln.**

### Brexit bleibt auch 2017 ein Thema

Das Jahr 2017 verspricht auf politischer Ebene nicht minder spannend zu werden als das aktuelle, das mit dem Brexit und den US-Wahlen für Überraschungen sorgte. Politische Veränderungen dieses Kalibers haben über den Wechselkurs und das Zinsniveau auch Auswirkungen auf den heimischen Immobilienmarkt, weshalb sie im Auge zu behalten sind. Gespannt erwartet ganz Europa den Verhandlungsbeginn zum Brexit. Ob das Austrittsbegehren allerdings bis Ende März eingereicht wird, wie das die Premierministerin Theresa May in Aussicht gestellt hat, steht noch in den Sternen. Denn je länger sich die englische Regierung mit der Materie auseinandersetzt, desto mehr erkennt sie die Herkulesaufgabe. Der «acquis communautaire», der regulatorische Besitzstand der EU, umfasst rund 170'000 Seiten. Dieser ist im Wesentlichen seit dem Beitritt der Briten 1973 zum EWR, dem Vorläufer der EU, entstanden. Wie sollen die Briten in zwei Jahren für etwas Ersatz schaffen, wofür die EU 43 Jahre Zeit hatte? Und wie soll man über etwas verhandeln, wenn man noch gar keine eigene Version entworfen hat? Eine erste Überraschung im neuen Jahr könnte also der Aufschub des Austrittsbegehrens sein, will man sich im Vereinigten Königreich mit der maximal zweijährigen Verhandlungsfrist nicht unnötig unter Druck setzen.

### Die Politik dürfte für Volatilität sorgen

Die Politik dürfte 2017 für weiteren Wirbel sorgen. Die Wahlen in Frankreich im Mai sowie diejenigen im Herbst in Deutschland werden zeigen, ob die etablierten Parteien den Unwillen im Volk noch in geordnete Bahnen zu lenken vermögen oder nicht. Dabei steht für Europa viel auf dem Spiel. Referenden zu Gunsten der EU dürften in etlichen Ländern derzeit nur schwierig zu gewinnen sein. Marine Le Pen hat aus ihrer Absicht, dem französischen Volk die Frage der Mitgliedschaft in der EU vorzulegen, keinen Hehl gemacht, sollte sie die französischen Präsidentschaftswahlen gewinnen – was nicht völlig abwegig scheint. Ein Austritt der Franzosen wäre das Ende der EU. Allein dieses Szenario macht deutlich, dass für 2017 mit Unwägbarkeiten zu rechnen ist. Das gilt auch mit Blick nach Übersee, wo eine volatile Persönlichkeit zum Präsidenten gewählt wurde. Auch in der Schweiz steht einiges auf dem Spiel. Bereits im Februar kommt es zu einer wegweisenden Abstimmung über das Steuersystem. Falls die Unternehmenssteuerreform III, gegen die das Referendum ergriffen wurde, Zustimmung erhält, dürfte ein schwerwiegender Unsicherheitsfaktor beseitigt sein, der in den letzten Jahren Ansidlungen erschwert und besonders in der Westschweiz den Wirtschaftsmotor gedrosselt hat.

### Zinsen bleiben tief ...

Neben der Politik wird 2017 auch die Frage interessieren, wie die Zentralbanken den Ausstieg aus ihrer wenig erfolgreichen ultraexpansiven Geldpolitik bewerkstelligen. Wir rechnen damit, dass sich das Zinsumfeld nach dem jüngsten merklichen Anstieg im nächsten Jahr wieder etwas entspannt. Denn an der Grosswetterlage – weltweit wird zu viel gespart und zu wenig investiert – dürfte sich nicht allzu viel ändern. Das bedeutet fortgesetzt tiefe Realzinsen. Der Anlagenotstand dürfte demnach auch 2017 das Los der Investoren sein, da künftig Anleihen kaum noch positive Beiträge zur Portfoliorendite liefern werden. Aufgrund ausbleibender Renditebeiträge seitens von Staatsanleihen, die bis vor Kurzem dank sinkenden Zinsen noch immer positive Beiträge zur Portfoliorendite lieferten, dürfte die Suche nach Rendite noch ausgeprägter werden. In dieser Situation bieten Immobilien unverändert äusserst interessante Perspektiven.

### ... und Immobilien begehrt

Nach dem jüngsten Ausverkauf indirekter Immobilienanlagen im November sind Schweizer Immobilienfonds wieder fair bewertet bei einem Agio von 24.8%. Allein mit der Ausschüttungsrendite erzielen Anleger eine Rendite von 2.8%. Die Dividendenrendite von Immobilienaktiengesellschaften liegt bei 3.9%, bei allerdings höherem Risiko. Die Nettoanfangsrenditen von direkt gehaltenen Immobilienobjekten liegen zumeist in einer Bandbreite von 2.5% bis 4.5%, je nach Lage.

### **Wachsende Herausforderungen auf den Nutzermärkten**

Während Schweizer Immobilienanlagen im Vergleich zu anderen Anlageklassen derzeit viel Oberwasser haben, präsentiert sich die Ausgangslage auf den Nutzermärkten weit weniger überzeugend, vor allem im internationalen Vergleich. Die Mieten sind in der Schweiz sowohl im Geschäftsflächenmarkt wie neuerdings auch auf dem Wohnungsmarkt rückläufig. Die Ursache dafür liegt weniger auf der Nachfrageseite, die zwar mit Dynamik nicht gerade brilliert, sondern vielmehr auf einer zinsbedingt zu grossen Flächenausweitung. Dies kontrastiert beispielsweise mit der Situation in vielen anderen europäischen Märkten, wo das Mietpreiswachstum praktisch durchs Band positiv ist. Nur in Russland und teilweise in Polen und Norwegen sind die Mieten rückläufig. Die Schweiz wird auch 2017 rückläufige Mieten aufweisen. Aus der Situation des Angebotsüberhangs wird es 2017 kein Entrinnen geben.

### **Umnutzungen drängen sich vermehrt auf**

Solange das Tiefzinsniveau anhält und die Renditespreads von Immobilienanlagen zu risikolosen Schweizer Staatsanleihen weiterhin so gross bleiben, dürfte die kontinuierliche Ausweitung des Flächenbestandes nicht abreißen. Leerstände lassen sich demnach nur individuell mittels geschicktem Agieren und Preisnachlässen reduzieren. Auf Ebene des Gesamtmarktes werden diese weiter zunehmen. Wir dürften daher im Jahr 2017 verstärkt erzwungene Umnutzungen beobachten. Das heisst Umnutzungen, die sich mit Blick auf die Sollrendite zwar nicht rechnen, aber der Perspektive langanhaltender Leerstände, dennoch vorgezogen werden.

### **Ein geruhames Jahr für Wohneigentümer**

Für Wohneigentümer dürfte das Jahr 2017 dagegen relativ geruham werden. Wir rechnen landesweit mit Preisbewegungen, die sich nicht gross von einem Nullwachstum unterscheiden. In der Deutschschweiz rechnen wir mit einer fortgesetzten Preisberuhigung, welche immer mehr auch in den preiswerteren Regionen Schule macht. In der Westschweiz, wo die Eigentumspreise bereits rückläufig sind, dürfte sich der Preisrückgang verlangsamen. Interessanter werden die Bewegungen auf der Hypothekenzinsseite ausfallen. Wir empfehlen Hypothekenkreditnehmern, welche zu Fixhypotheken tendieren, allfällige Zinsrückgänge für das Anbinden von langen Laufzeiten zu nutzen. Die Zinswende in den USA scheint Tatsache zu werden, was es schwierig machen dürfte, die vor Kurzem in der Schweiz erreichten absoluten Tiefststände nochmals zu unterbieten. Ganz isoliert von den wachsenden Herausforderungen bei den Renditeliegenschaften ist allerdings auch das Wohneigentum nicht. Wir rechnen mit vermehrten Umwandlungen von Mietwohnungen in Stockwerkeigentum, denn der Absatz der zahlreichen neuen Mietwohnungen dürfte noch mehr ins Stocken kommen.

### **2017 mit Licht und Schatten für die Eigentümer und Good News für die Nutzer und Produzenten**

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das Jahr 2017 für die Immobilienbesitzer ein Jahr mit Licht und Schatten werden dürfte. Aus Anlegersicht sorgen die Renditen nach wie vor für Zufriedenheit, und eingezontes Bauland wird mit Blick auf die Entwicklung der Raumplanung inskünftig weiter an Wert gewinnen. Doch der Verdrängungskampf auf den Mietermärkten wird schärfer und dürfte sich negativ in den Erträgen niederschlagen. Freuen dürften sich dagegen die Mieter in praktisch allen Segmenten. Sie sitzen 2017 an einem nochmals längeren Hebel, sowohl in Bezug auf die Mietpreisentwicklung als auch mit Blick auf die Auswahl. Die Wohnungsknappheit dürfte nur noch in den grossen Zentren ein Thema darstellen. Zu den Gewinnern kann sich auch die Baubranche zählen, die einem weiteren Jahr mit höheren Umsätzen und vollen Büchern entgegensehen kann.

## Wohneigentum

# Kalkulatorischer Zins im Fokus

Bei einer Senkung des kalkulatorischen Zinssatzes könnten sich vorübergehend wieder mehr Haushalte Wohneigentum leisten. Der daraus folgende Preisauftrieb würde die aktuelle Marktberuhigung allerdings gefährden.

### Kalkulatorischer Hypothekenzinssatz als Hürde beim Erwerb von Eigentum

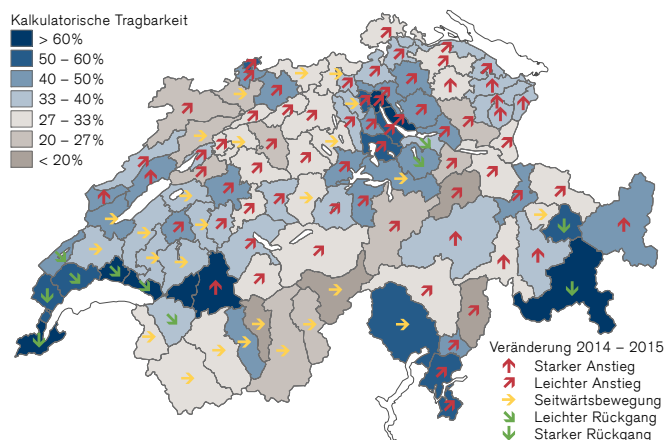
Die stark gestiegenen Wohneigentumspreise haben dazu geführt, dass vor allem junge Haushalte ohne überdurchschnittliche Einkommen die Tragbarkeitskriterien beim Erwerb von Wohneigentum vielerorts nicht mehr erfüllen. Der Traum vom Eigenheim wird ihnen damit erheblich erschwert, wenn nicht sogar verwehrt (vgl. Abb. 1). Jüngst sind die Preise für Wohneigentum zwar nur noch um 0,5% im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Bis vor wenigen Jahren waren noch Preisanstiege von mehr als 6% pro Jahr keine Seltenheit (vgl. Abb. 2). Im Rahmen der Tragbarkeitsprüfung stellt der kalkulatorische Hypothekenzinssatz neben den Eigenmittelanforderungen die grösste Hürde beim Erwerb von Wohneigentum dar. Der teilweise Ausschluss gewisser Einkommensgruppen vom Erwerb von Wohneigentum ist allerdings aus Regulierungssicht gewollt, denn Einkommensgruppen mit nicht ausreichender Risikofähigkeit werden damit vom Erwerb von teuren Immobilien abgehalten.

### Sinkender historischer Durchschnittszinssatz stellt 5%-Marke infrage

Für die Berechnung der Tragbarkeit werden die kalkulatorischen Kosten dem Einkommen gegenübergestellt. Derzeit rechnen die meisten Banken mit einem kalkulatorischen Zinssatz von 4,5% oder 5%. Hinzu kommen 1% Unterhalt sowie Amortisationszahlungen. Die finanziellen Aufwände dürfen in der Summe ein Drittel des Bruttoeinkommens nur in Ausnahmefällen übersteigen – so die goldene Finanzierungsregel. Im Rahmen der Selbstregulierung sind die Banken zwar verpflichtet, den kalkulatorischen Hypothekenzinssatz auf Grundlage eines langjährigen durchschnittlichen Zinssatzes zu bestimmen, der angewandte Zinssatz ist gesetzlich aber nicht fixiert. Die 5% entsprechen in etwa dem durchschnittlichen Zinssatz einer 5-jährigen Fix-Hypothek<sup>1</sup> zwischen 1983 und 2010 (vgl. Abb. 3). Wird jedoch der Zeitraum von 1983 bis 2015 erweitert, beträgt der durchschnittliche Zinssatz der 5-jährigen Fix-Hypothek rund 4,5%. Noch tiefer liegt das Mittel, wenn der Zeitraum bloss ab dem Jahr 2000 betrachtet wird (2,9%). Basierend auf der ungesicherten Annahme längerfristig tief bleibender Zinsen befürworten einzelne Marktteilnehmer eine Reduktion des kalkulatorischen Zinssatzes auf bis zu 3%.

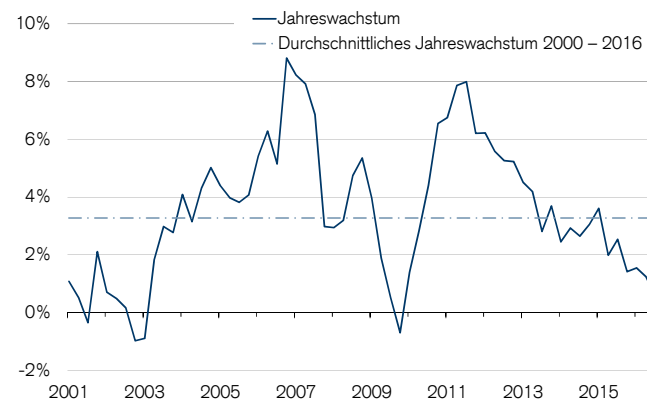
**Abb. 1: Kalkulatorische Tragbarkeit**

Für Durchschnittshaushalt in % des Einkommens unter folgenden Parametern: 5% Zins, 1% Unterhalt, 80% Belehnung, Amortisation auf zwei Drittel innert 15 Jahren



**Abb. 2: Preiswachstum von Wohneigentum**

Wachstum der Transaktionspreise im Vergleich zum Vorjahresquartal



<sup>1</sup> Die 5-jährige Fix-Hypothek stellt eines der beliebtesten Hypothekenprodukte in der Schweiz dar. Damit ist diese Laufzeit eine gute Grundlage zur Ermittlung des kalkulatorischen Hypothekenzinssatzes.

## Lockerung kurbelt zwangsläufig das Preiswachstum an

Wegen den historisch tiefen Hypothekenzinsen ist der Wunsch nach einem Eigenheim bei vielen Haushalten nach wie vor gross. Mit einer Senkung des kalkulatorischen Hypothekenzinssatzes würde – zumindest vorübergehend – die Anzahl Haushalte steigen, welche die Tragbarkeitskriterien erfüllen. Der Haushalt mit einem Schweizer Durchschnittseinkommen kann sich bei heutiger Tragbarkeitsrechnung Wohneigentum bis CHF 730'000 leisten (vgl. Abb. 4) Würde nun mit einem Hypothekenzinssatz von 3% kalkuliert, könnte der Durchschnittshaushalt ein Eigenheim bis zu CHF 1'000'000 erwerben – vorausgesetzt die zusätzlich notwendigen Eigenmittel wären vorhanden. Zum Vergleich: Ein neues Eigentumsobjekt kostete im 3. Quartal 2016 im Schweizer Mittel rund CHF 850'000. Die einen Haushalte hätten die Möglichkeit, ein grösseres Objekt oder ein solches an einer attraktiveren Lage zu erwerben, andere Haushalte könnten sich damit Wohneigentum überhaupt erst leisten. Eine Lockerung der Kreditvergaberichtlinien und der damit verbundene Nachfragezuwachs würde aber zwangsläufig das Preiswachstum wieder ankurbeln. Aktuell lässt sich ein sehr viel stärkerer Preisauftrieb in denjenigen Regionen beobachten, in denen die Wohneigentumspreise noch erschwinglich und damit die kalkulatorische Tragbarkeit des Durchschnittshaushaltes noch relativ tief liegt. Eine verbesserte Tragbarkeit dank tieferen kalkulatorischen Zinsen würde demnach eine preistreibende Wirkung entfalten.

## Wiedererstarkendes Preiswachstum würde das Marktrisiko erhöhen

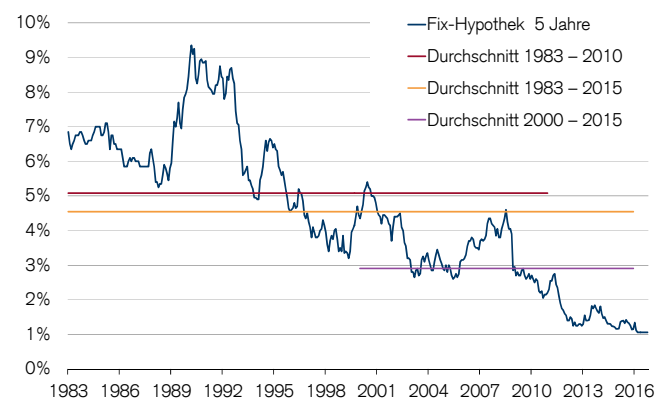
Ein sich wieder beschleunigendes Preiswachstum wäre für die Stabilität des Wohneigentumsmarktes nicht förderlich. Es liegt im Interesse aller Marktteilnehmer, dass sich die Immobilienpreise nachhaltig entwickeln. Bereits heute sind die Preise in einer Mehrheit der Schweizer Regionen nicht mehr auf einem langfristig nachhaltigen Niveau, denn diese sind in den letzten 16 Jahren deutlich stärker gestiegen als die Einkommen. Die aktuelle Beruhigung ist im Wesentlichen den Selbstregulierungsmassnahmen zu verdanken. Beschleunigt sich nun das Preiswachstum erneut, werden die Ungleichgewichte vielerorts auf neue Höchststände klettern. Damit würde die Gefahr einer Immobilienpreisblase wieder aufkommen und die potenzielle Fallhöhe der Immobilienpreise zunehmen. Einschätzungen bezüglich eines nachhaltigen künftigen Zinssatzniveaus sind in Anbetracht der weltweit vielerorts angewandten expansiven Geldpolitik äusserst schwierig. Ob der aktuell angewandte kalkulatorische Zinssatz als «überevorsichtig» eingestuft werden kann, lässt sich erst nach Beendigung dieser abnormalen Marktphase beurteilen.

## Alternativen sind vorhanden

Um die Risikofähigkeit gewisser Einkommensgruppen zu unterstützen, gäbe es andere Massnahmen als eine generelle Senkung des kalkulatorischen Zinssatzes. Die Banken verfügen durchaus über einen gewissen Spielraum bei der Kreditvergabe und können die Finanzierungsrichtlinien im Rahmen der Geschäftspolitik auf die jeweilige Haushaltssituation anpassen. Die Richtlinien definieren nur einen Teil der Parameter einer Kreditvergabe und sind bewusst so gehalten, dass individuelle Lösungen nicht verunmöglicht werden. Zudem gestattet die Branchenregulierung auch Ausnahmen. So kann jede Bank für eine gewisse Zahl von Fällen individuelle Lösungen finden. Zudem können auf diese Weise die preistreibenden Mitnahmeeffekte, die eine pauschale Senkung des kalkulatorischen Zinssatzes mit sich bringen würde, vermieden werden.

**Abb. 3: Historische Entwicklung Fix-Hypothek 5 Jahre**

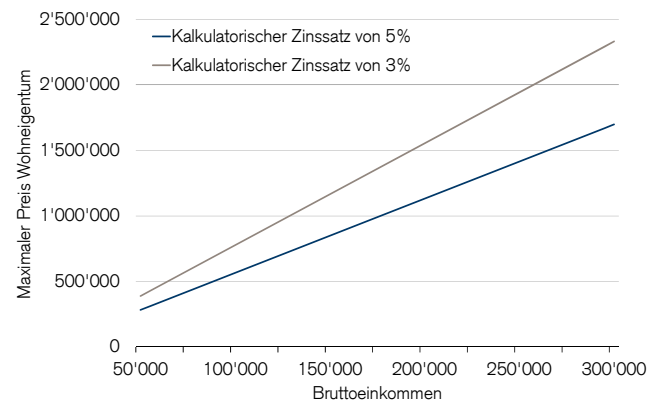
Zinssatz 5-jährige Fix-Hypothek



Quelle: Credit Suisse, Datastream

**Abb. 4: Maximal tragbarer Preis für Wohneigentum**

Belehnungsgrad: 80%, Tragbarkeitsberechnung inklusive Unterhalt (1%) und Amortisation auf zwei Drittel in 15 Jahren



Quelle: Credit Suisse



## Wohneigentum

### Hypothekenzinsen bleiben trotz jüngster Anstiege tief

Aufgrund der robusten Entwicklung der Konjunktur in den USA und der gestiegenen Inflationserwartungen im Nachgang der US-Präsidentenwahl sind die langfristigen Hypothekenzinsen deutlich gestiegen. Trotz der jüngsten Zuwächse verharren die Zinsen auf vergleichsweise tiefen Niveaus: Per 23.11.2016 war eine 10-jährige Fix-Hypothek zu 1.81% erhältlich, was den Mittelwert seit 2005 von 3.06% um 125 Basispunkte (1.25 Prozentpunkte) unterbietet. Wir erwarten, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) in den kommenden 12 Monaten das Zielband der Leitzinsen unverändert zwischen -1.25% und -0.25% belassen wird. Für die kurzfristigen Zinsen erwarten wir deshalb eine Seitwärtsbewegung, während bei den mittleren und langen Laufzeiten mit einem anhaltend volatilen Verlauf zu rechnen ist.

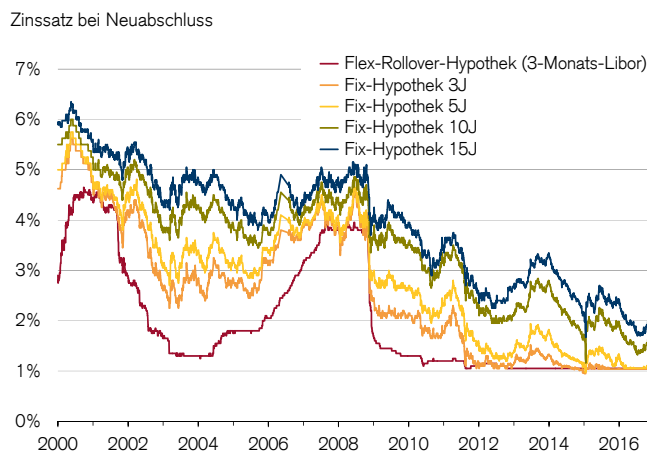
### Weitere Beruhigung des Hypothekenvolumenwachstums

Während die günstigen Finanzierungsbedingungen Wohneigentum weiterhin attraktiv erscheinen lassen, binden die (Selbst-)Regulierungsmassnahmen zusammen mit den mittlerweile erreichten hohen Preisniveaus die Wohneigentumsnachfrage zurück. Dies widerspiegelt sich nicht nur im Preiswachstum von Wohneigentum, das laufend an Dynamik verliert (vgl. Abb. 2), sondern auch in der Entwicklung des Hypothekenvolumens privater Haushalte. Letzteres ist im August 2016 noch um 2.8% gewachsen, was deutlich unter dem Durchschnitt seit 2000 (4.5%) und noch deutlicher unter dem Mittel seit 1986 (5.5%) liegt. Ein tieferes Wachstum wurde letztmals im April 2000 ausgewiesen.

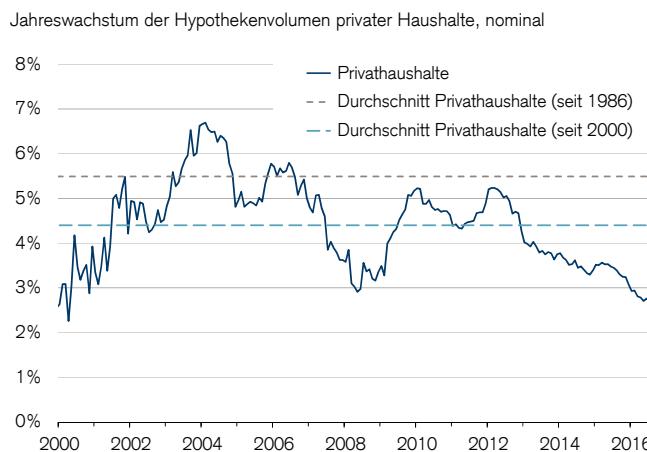
### Bau neuer Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser dürfte wieder leicht zunehmen

Die gedämpfte Nachfrage nach Wohneigentum hat die Planung neuer Wohneigentumsprojekte zurückgebunden. Per September betrug die 12-Monats-Summe baubewilligter Eigentumswohnungen 15'200. Zuletzt wurden Ende 2002 so wenige Eigentumswohnungen bewilligt. Im Einfamilienhaussegment wurden per September nur 7800 Häuser bewilligt – der tiefste Wert seit Messbeginn Anfang 2002. Die Entwicklung der Gesuchstätigkeit in beiden Segmenten lässt aber vermuten, dass bald wieder etwas mehr Eigentumsprojekte bewilligt und erstellt werden. Aufgrund der tiefen Zinsen ist der Wunsch nach den eigenen vier Wänden nach wie vor gross, weshalb sich die Ausweitung nun langsam stabilisieren dürfte.

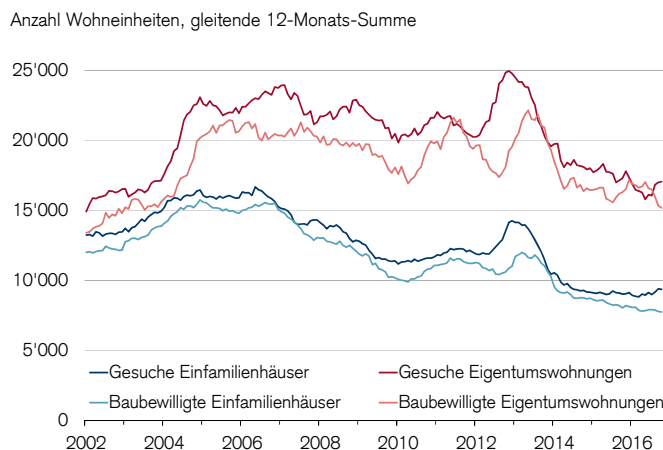
### Abb. 5: Hypothekenzinsen verschiedener Laufzeiten



### Abb. 6: Wachstum Hypothekenvolumen Privathaushalte



### Abb. 7: Projektierung von Wohneigentum



## Zweitwohnungen

# Preisrückgang durch Annahme der Zweitwohnungsinitiative

Die Annahme der Zweitwohnungsinitiative hat das Preiswachstum von Wohneigentum in Zweitwohnungsgemeinden gebrochen. Anstatt einer anhaltend dynamischen Entwicklung sind die Preise leicht gesunken. Dies zeigt eine Analyse, die erstmals den Effekt der Annahme der Initiative isoliert untersucht hat.

Im März 2012 hat eine hauchdünne Mehrheit von 50.6% der Stimmenden die Zweitwohnungsinitiative angenommen. Die Annahme stellt einen rigorosen Eingriff in den Wohnungsmarkt der betroffenen Regionen dar. Entsprechend wurde über die Auswirkungen der Initiative eingehend diskutiert und spekuliert. Heute, über vier Jahre nach der Abstimmung, liegen genügend Daten vor, um den Effekt der Initiative auf die Eigentumspreise einschätzen zu können. Erste Analysen dazu hat es bereits gegeben, allerdings konnte in diesen Analysen der Effekt des Zweitwohnungsstopps nicht klar von anderen Einflüssen wie dem Frankenschock isoliert werden. Mit speziellen statistischen Methoden (siehe nächste Seite) ist es nun möglich, den kausalen Effekt der Zweitwohnungsinitiative zu quantifizieren.

### Deutlicher Preisabschlag aufgrund der Annahme der Zweitwohnungsinitiative

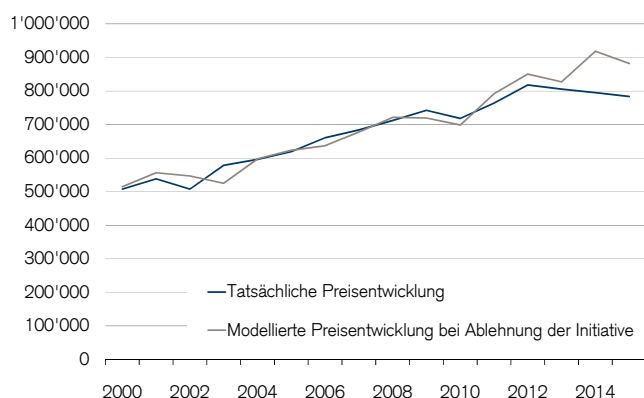
Abbildung 8 vergleicht die tatsächliche Preisentwicklung in den Zweitwohnungsgemeinden mit einer modellierten Preisentwicklung für das Szenario, in dem die Initiative abgelehnt worden wäre. Dabei wird deutlich, dass die Zweitwohnungsinitiative einen negativen Effekt auf die Wohneigentumspreise hatte. In den Jahren 2012 und 2013 sind noch keine klaren Verwerfungen zwischen den zwei Preisentwicklungen ersichtlich. Im Jahr 2014 sind die Preise aufgrund der Annahme der Zweitwohnungsinitiative im Durchschnitt jedoch um 15.4% tiefer als die errechneten Preise im Szenario einer Ablehnung der Initiative. 2015 liegen die durchschnittlichen Preise noch immer um 12.6% unter den geschätzten Preisen bei Ablehnung der Initiative.

### 2015: CHF 100'000 tiefere Eigentumspreise durch Annahme der Initiative

In absoluten Zahlen ausgedrückt heisst dies, dass der durchschnittliche Preis von Wohneigentum in Zweitwohnungsgemeinden durch den Abstimmungsausgang um rund CHF 70'000 pro Wohnung oder Einfamilienhaus tiefer zu liegen kommt, als dies bei einer Ablehnung der Initiative der Fall gewesen wäre (vgl. Abb. 9). Im Jahr 2014 betrug dieser Preisabschlag sogar ganze CHF 122'000 und auch im Jahr 2015 war er mit durchschnittlich CHF 100'000 immer noch erheblich. Damit hat die Zweitwohnungsinitiative einen markanten Preisabschlag in Zweitwohnungsgemeinden verursacht. Die Ergebnisse sind statistisch hochgradig signifikant, und auch andere Effekte wie etwa der Frankenschock wurden kontrolliert.

Abb. 8: Eigentumspreise in Zweitwohnungsgemeinden

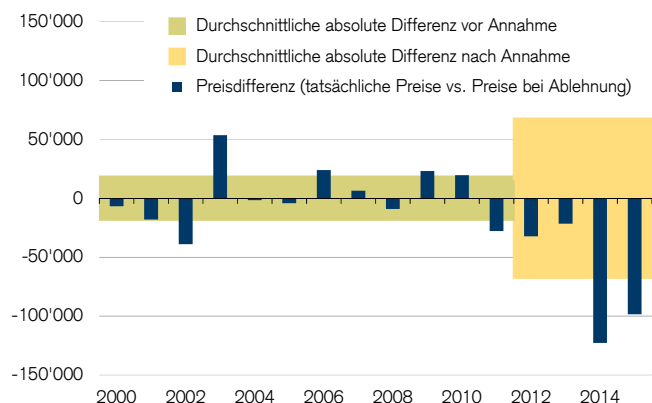
Durchschnittliche Transaktionspreise, in CHF



Quelle: SRED, Bundesamt für Raumentwicklung

Abb. 9: Preisdifferenz: Tatsächliche Entwicklung vs. Entwicklung bei Ablehnung der Initiative

Differenz in CHF



Quelle: SRED, Bundesamt für Raumentwicklung

## Preisrückgang aufgrund von kurzfristigem Bauboom, Rechtsunsicherheiten und Zurückhaltung der Käufer

Bei einem ersten Gedanken würde eine Begrenzung des Zweitwohnungsbaus eher einen Preisanstieg nahelegen. Es stellt sich daher die Frage, wie dieser Preisrückgang zu erklären ist. Die Gründe hierfür dürften sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite zu finden sein. Angebotsseitig hat die Torschlusspanik im Anschluss an die Annahme der Initiative zu einer überdurchschnittlich hohen Planungstätigkeit geführt. Viele Landbesitzer wollten noch rasch ihr Land mit Zweitwohnungen überbauen, da ihnen ein hoher Wertverlust auf dem Land drohte. Zwar wurden aufgrund von Einsparungen nicht alle geplanten Objekte auch tatsächlich gebaut, zu einer kurzfristig erhöhten Ausweitung hat die Annahme der Initiative dennoch geführt, was die Preisniveaus negativ beeinflusst haben dürfte. Nachfrageseitig dürften dagegen die Rechtsunsicherheiten, die bis zur Vorlegung des Zweitwohnungsgesetzes im März 2015 herrschten, potenzielle Käufer zu Zurückhaltung bewogen haben. Weitere Einflüsse – wie die konjunkturelle Entwicklung, die erhöhten Anforderungen bei der Hypothekenkreditvergabe und die Aufwertung des Schweizer Francs – wurden in der verwendeten Methodik kontrolliert und können deshalb nicht als Erklärungsgründe angeführt werden.

## Ist in der langen Frist mit einer Preisumkehr zu rechnen?

Der Bausektor verlor durch die Initiative viele Aufträge. Dank einer robusten Nachfrage nach Erstwohnungen in vielen Talgemeinden und Regionalzentren der Bergregionen konnten die schlimmsten Befürchtungen zwar abgewendet werden. Doch in den Zweitwohnungsgemeinden ist die Zahl der bewilligten Wohnungen und Häuser gegenüber dem Jahr 2011 um beinahe 50% eingebrochen. Das trifft die Baubranche hart und hat für einzelne Baufirmen das Aus bedeutet. Auch die Gemeinden dürften die tieferen Einnahmen schmerzen. Die Besteuerung von Zweitwohnungsbesitzern als mögliche neue Einnahmequelle, um die Infrastruktur zu finanzieren, ist erst in wenigen Gemeinden umgesetzt worden. Die meisten Gemeinden geben sich zurückhaltend und wollen die Zweitwohnungsbesitzer auf andere Weise einbinden. Mit der Zeit dürften sich die verbleibenden Unsicherheiten über die Umsetzungspraxis beim Zweitwohnungsgesetz legen, und das vorherrschende Überangebot an Zweitwohnungen dürfte sich verkleinern. Dann wird sich graduell der Effekt der Beschränkung des Zweitwohnungsbaus bemerkbar machen und den Preisen zu einem Anstieg verhelfen. Profitieren können dann insbesondere Besitzer von altrechtlichen Wohnungen, die weiterhin auch als Zweitwohnungen veräussert werden dürfen.

*Zugrundeliegende Methode:* Um den kausalen Effekt einer Intervention zu bestimmen und diesen von anderen Einflüssen zu isolieren, braucht es eine Kontrollgruppe, die möglichst ähnliche Eigenschaften wie die betroffene Gruppe aufweist. Die Idee ist, dass die Kontrollgruppe aufzeigen würde, wie sich die betroffene Gruppe in Abwesenheit der Intervention entwickelt hätte. Bei der Zweitwohnungsinitiative können die Gemeinden mit einem Anteil von mehr als 20% Zweitwohnungen als betroffene Gruppe und alle anderen als Kontrollgruppe genommen werden. Problematisch dabei ist allerdings, dass die von der Zweitwohnungsinitiative betroffenen Gemeinden den Kontrollgemeinden nicht ähnlich sind und diese Methode daher keine verlässlichen Resultate bringt. Daher wurde in dieser Analyse die «Synthetic Control Method» angewandt. Bei dieser Methode werden für jede einzelne Gemeinde nur jene Kontrollgemeinden datenbasiert ausgewählt und gewichtet, die der jeweiligen betroffenen Gemeinde am ähnlichsten sind. Dadurch wird für jede Zweitwohnungsgemeinde eine synthetische Kontrollgemeinde geschaffen, die möglichst genau die Eigenschaften der Zweitwohnungsgemeinde aufweist. Die Differenz in der Preisentwicklung zwischen Zweitwohnungsgemeinde und synthetischer Kontrollgemeinde widerspiegelt den kausalen und isolierten Effekt der Annahme der Zweitwohnungsinitiative.

## Mietwohnungen

### Zuwanderung 2016: So tief wie zuletzt 2010

Die Zuwanderung der ausländischen Wohnbevölkerung hat sich im Jahresverlauf deutlich abgeschwächt. Durch die stagnierende Beschäftigung und ein geringeres Jobangebot zurückgebunden, wanderten weniger Personen in die Schweiz ein. Gleichzeitig legte die Auswanderung aufgrund der wirtschaftlichen Erholung in den Herkunftsländern zu. Ende September betrug der kumulierte Wanderungssaldo rund 48'200 Personen, 18% weniger als im Vorjahresvergleich. Seit Gültigkeit des Freizügigkeitsabkommens lag der Wanderungssaldo nur 2010 auf ähnlich tiefem Niveau. Damit hat sich die Mietwohnungsnachfrage abgeschwächt, was neben der hohen Mietwohnungsausweitung zum Anstieg der leer stehenden Mietwohnungen im Jahr 2016 führte.

### Planung neuer Mietwohnungen schwächt sich auf hohem Niveau ab

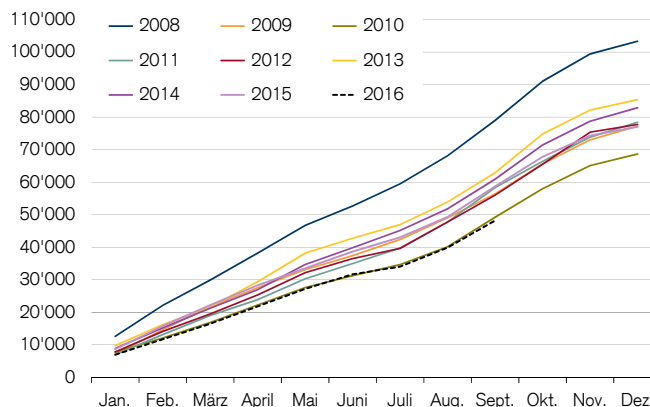
Im aktuellen Tiefzinsumfeld sind Immobilien relativ zu vielen langfristigen Anlagen sehr attraktiv. Die Folge: Es fließt viel Geld in den Mietwohnungsbau. Die Zahl bewilligter Mietwohnungen hat sich seit dem Höchststand im Juli 2016 zwar leicht abgeschwächt (-1.9%). Im Vergleich zum Vorjahreswert liegt die aktuelle Bewilligungstätigkeit allerdings auf hohem Niveau (+13%). Neben einer anhaltend hohen Planung in den Zentren, hat insbesondere der Anstieg in den Agglomerationsgemeinden zu diesen hohen Werten beigetragen (+16%). Am aktuellen Rand schwächt sich die Gesuchstätigkeit leicht ab. Die Bautätigkeit dürfte dagegen weiter anziehen, weil die Auftragseingänge vorerst von der höheren Zahl an Bewilligungen profitieren.

### Referenzzinssatz dürfte 2017 auf 1.5% sinken

Weil aufgrund des Tiefzinsumfeldes weiterhin die Mehrheit der Hypotheken zu tieferen Zinssätzen erneuert wird, ist der Durchschnittszinssatz per 1. Dezember 2016 um 3 Basispunkte auf 1.67% gesunken. Damit bleibt der Referenzzinssatz unverändert bei 1.75%. Der für die nächste Senkung relevante Schwellenwert von 1.625% rückt aber immer näher und liegt nur noch 4.5 Basispunkte entfernt. Wir erwarten, dass der nächste Schwellenwert im Juni 2017 unterboten wird und der hypothekarische Referenzzinssatz ein weiteres, aber wohl letztes Mal gesenkt wird. Aufgrund vermehrter Mietzinssenkungsbegehren dürften dadurch die Mieterträge der Immobilieneigentümer unter Druck kommen.

### Abb. 10: Wanderungssaldo der ausländischen Wohnbevölkerung

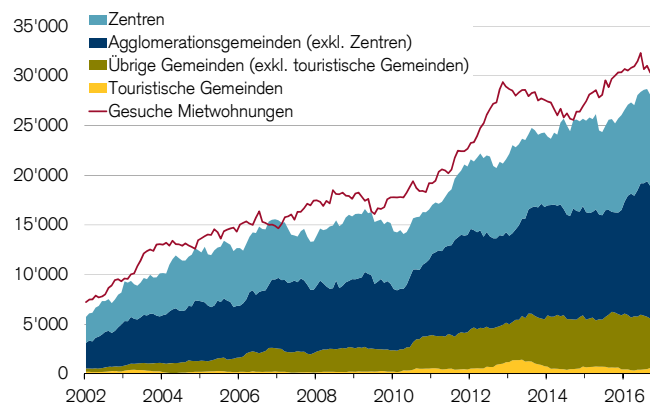
Kumulierter Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung, exkl. Registerkorrekturen



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

### Abb. 11: Baugesuche und -bewilligungen neuer Mietwohnungen

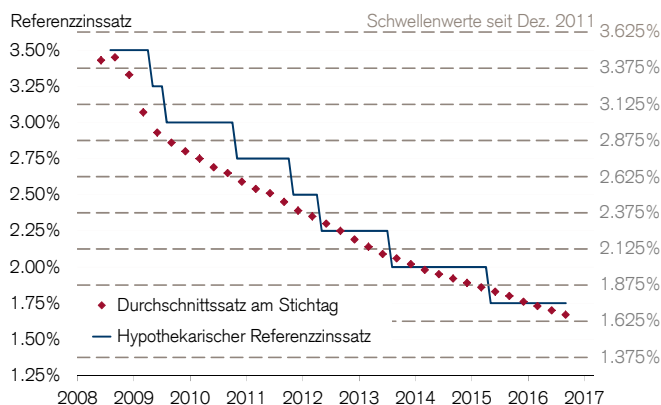
Baubewilligungen nach Gemeindetyp und Baugesuche total in Anzahl Wohneinheiten, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

### Abb. 12: Referenzzinssatz und Durchschnittssatz

Hypothekarischer Referenzzinssatz und Durchschnittssatz am Stichtag



Quelle: Bundesamt für Wohnungswesen, Credit Suisse

## Kommerzielle Immobilien

### Büroflächen: Zinsbedingt (zu) hohe Neubauplanung

Obwohl auf dem Büroflächenmarkt aufgrund der stagnierenden Beschäftigungsentwicklung und der strukturellen Veränderungen (Auslagerung und Automatisierung von Arbeitsplätzen) nachfrageseitig nur wenige Impulse auszumachen sind, werden laufend neue Büroprojekte geplant. Die 12-Monats-Summe der Baubewilligungen übersteigt aktuell das langjährige Mittel seit 1995 um 12% bzw. um CHF 240 Mio. Bausumme. Der Grund liegt im tiefen Zinsumfeld, aufgrund dessen Investoren bereit sind, höhere Leerstände und tiefere Renditen zu akzeptieren. Der starke Anstieg der Gesuche im Oktober 2016 geht auf den CHF 550 Mio. teuren Roche-Tower (Bau 2) in Basel zurück, in welchem dereinst rund 1700 Personen arbeiten werden.

### Verkaufsflächen: Nachfrageseitig kaum positive Impulse

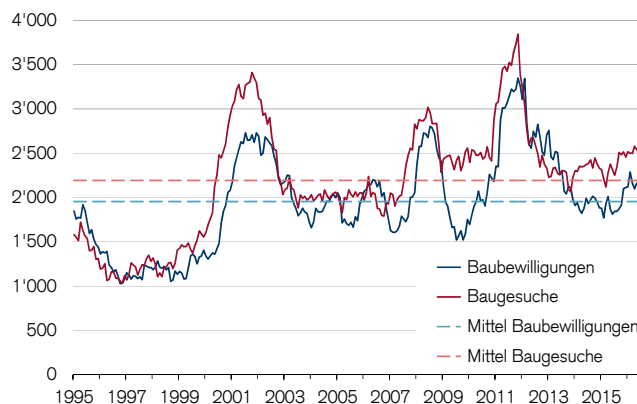
Der Detailhandel befindet sich aufgrund der Verlagerung der Umsätze in den Onlinekanal im Strukturwandel. Als ob dies nicht genug Herausforderung wäre, ist vonseiten der Umsatzentwicklung keine Erholung zu beobachten. Insbesondere der Einkaufstourismus (online sowie stationär) belastet die Umsätze. Von Januar bis September 2016 sanken die Detailhandelsumsätze im Vorjahresvergleich um -1.2%, was gänzlich auf die miserable Umsatzentwicklung im Non-Food-Segment (-3.0%) zurückzuführen ist. Entsprechend negativ schätzen die von der KOF befragten Detailhändler ihre Ertragslage in den letzten drei Monaten ein. Die Nachfrage nach Verkaufsflächen fällt folglich nur sehr verhalten aus.

### Verkaufsflächen: Entwicklung neuer Flächen verharrt auf unterdurchschnittlichem Niveau

Hohe Leerstände und tiefere Renditen zeichnen sich auch auf dem Verkaufsflächenmarkt ab. Dies ist jedoch weniger zinsbedingten Marktverzerrungen in der Flächenausweitung, sondern vielmehr einer schwachen Nachfragesituation (siehe oben) und einer Zurückhaltung vonseiten der Investoren geschuldet. Die Bausumme baubewilligter Verkaufsflächen (12-Monats-Summe) kam im Oktober 2016 auf CHF 580 Mio. zu liegen. Das sind zwar 14% mehr als im Vorjahr, aber nach wie vor rund 20% weniger als im Durchschnitt seit 1995. Die Zurückhaltung der Investoren zeigt sich insbesondere in der verhaltenen Planung von grösseren Verkaufsflächenprojekten. Das einzige Projekt von mehr als CHF 50 Mio. Bausumme ist die im September 2016 bewilligte Erweiterung eines Einkaufszentrums in Tenero.

### Abb. 13: Projektierung neuer Büroflächen

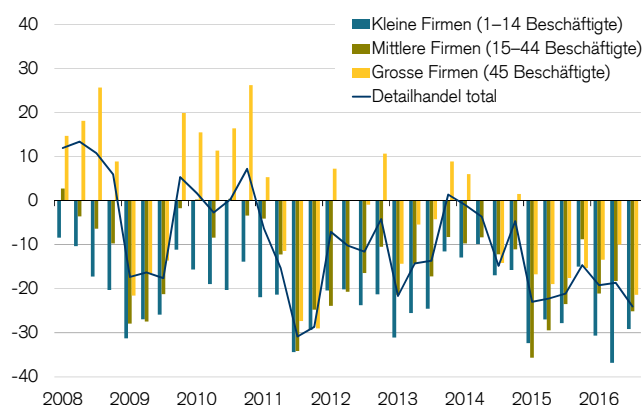
Bausumme in Mio. CHF, Neubau, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

### Abb. 14: Befragung der Detailhändler zur Ertragslage

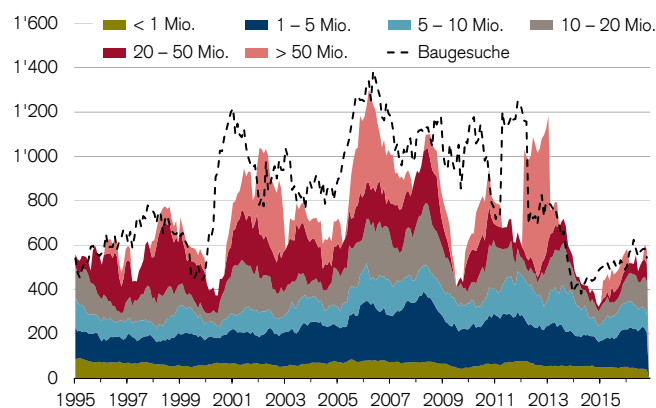
Saldo des Anteils der positiven (= verbessert) und negativen (= verschlechtert) Antworten zur Ertragslage in den vergangenen 3 Monaten



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF)

### Abb. 15: Projektierung neuer Verkaufsflächen

Baubewilligungen nach Projektgrösse und Baugesuche total in Mio. CHF Bausumme, Neubau, gleitende 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

## Indirekte Immobilienanlagen

# Anstieg der langfristigen Zinsen belastet Immobilienfonds

**Der Zinsanstieg der letzten Wochen ist nicht spurlos an den Immobilienfonds vorbeigegangen. Diese haben deutlich nachgegeben, weisen für das laufende Jahr jedoch im Vergleich zum gesamteuropäischen Markt noch immer eine deutliche Überrendite auf.**

**Höhere Inflationserwartungen in den USA lassen die langfristigen Zinsen global steigen**

Nach der überraschenden Wahl von Donald Trump sind die langfristigen Zinssätze deutlich gestiegen. Grund für den Anstieg sind höhere Inflationserwartungen in den USA aufgrund der vom neu gewählten US-Präsidenten angekündigten expansiveren Fiskalpolitik. Höhere Staatsausgaben, etwa für Infrastrukturerneuerung, könnten zu einem Comeback der Inflation führen. Dieses würde den Spielraum der US-Notenbank einschränken und Erhöhungen der Leitzinsen wahrscheinlicher machen. Auch wenn derzeit nichts darauf hindeutet, dass auch die Schweizerische Nationalbank in näherer Zukunft Zinserhöhungen in Erwägung zieht, ist auch hier die Zinskurve deutlich steiler geworden. Mit Tageshöchstständen von knapp  $-0.1\%$  näherte sich die Rendite der 10-jährigen Schweizer Benchmarkanleihe dem Jahreshöchststand 2016 (vgl. Abb. 16).

**Schweizer Immobilienfonds trotz deutlicher Preisnachteile mit solider Jahresperformance**

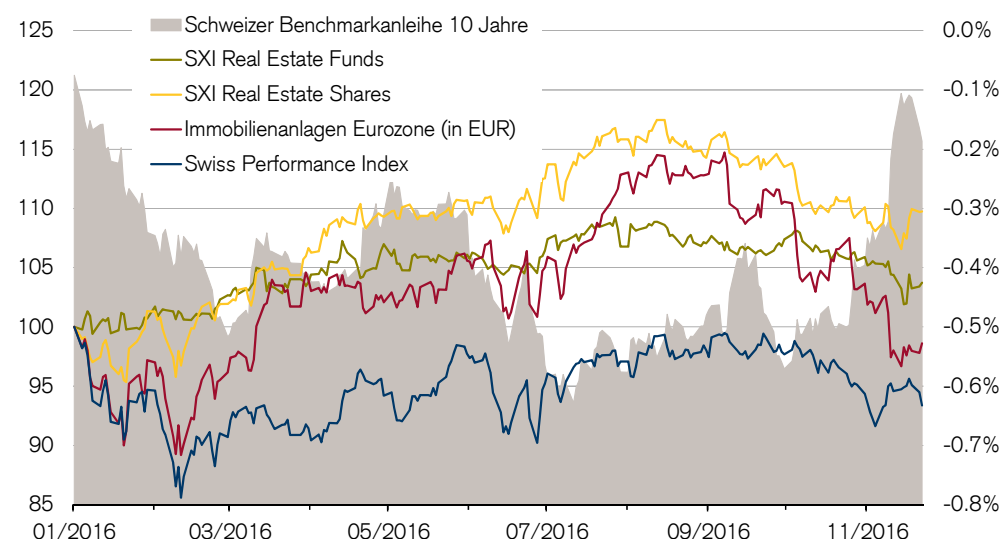
Als Folge des Anstiegs der langfristigen Zinssätze haben die Preise der Schweizer Immobilienfonds zuletzt deutlich nachgegeben (vgl. Abb. 16). Die Performance seit Jahresbeginn, welche zum Ende des 3. Quartals noch bei  $+7.4\%$  lag, beträgt inzwischen nur noch  $+3.7\%$  (22.11.2016). Damit rentieren gegenwärtig Schweizer Immobilienfonds noch immer besser als Immobilienanlagen der Eurozone ( $-1.4\%$ ) und Schweizer Aktien ( $-6.6\%$ ). Noch besser ist die Gesamtpformance der Schweizer Immobilienaktien ( $+9.7\%$ ). Bei letzteren dürfte das Risiko von weiteren Preiskorrekturen jedoch nicht unerheblich sein, da sie hauptsächlich in den von Überangeboten und fallenden Mieten geprägten Büro- und Verkaufsflächenmärkten tätig sind.

**Flucht aus dem Betongold mittelfristig unwahrscheinlich**

Mit  $24.8\%$  (22.11.2016) liegen die Agios noch immer klar über dem langjährigen Mittel (seit 1990) von  $15.8\%$ , jedoch deutlich tiefer als die Werte von teilweise über  $35\%$  in der ersten Jahreshälfte. Immobilienfonds dürften gefragt bleiben, sind ihre Ausschüttungsrenditen von derzeit  $2.8\%$  doch auch nach dem jüngsten Zinsanstieg noch immer vergleichsweise attraktiv. Gleichzeitig bleibt der Druck auf dem Schweizer Franken hoch, und eine Abkehr der Schweizerischen Nationalbank von ihrer Negativzinspolitik ist nicht in Reichweite.

**Abb. 16: Gesamtpformance der kotierten Schweizer Immobilienfonds im Vergleich**

Index: 1. Januar 2016 = 100 (linke Skala), Rendite Schweizer Benchmarkanleihe 10 Jahre in % (rechte Skala)



Die in der Vergangenheit erzielte Performance bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Die Performance kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten sowie durch Wechselkursschwankungen beeinträchtigt werden.

Quelle: Datastream, Credit Suisse

# Risikowarnung

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

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

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

Kurs, Wert und Ertrag der in diesem Bericht beschriebenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente können sowohl steigen als auch fallen. Der Wert von Wertpapieren und Finanzinstrumenten unterliegt Schwankungen von Kassa- bzw. Termin- und Wechselkursen sowie der Entwicklung von wirtschaftlichen Indikatoren, der Bonität von Emittenten oder Referenz-Emittenten usw. Diese Schwankungen und Entwicklungen können sich sowohl vorteilhaft als auch nachteilig auf den Ertrag bzw. den Kurs der betreffenden Papiere oder Instrumente auswirken. Beim Kauf von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten können Sie aufgrund von Schwankungen der Börsenkurse oder anderer finanzieller Indizes usw. einen Verlust oder einen den investierten Betrag übersteigenden Verlust erleiden. Dieses Risiko betrifft insbesondere Anleger in Wertpapieren wie beispielsweise ADRs, deren Wert von Wechselkursschwankungen beeinflusst wird.

Provisionssätze für Maklergeschafte entsprechen den zwischen der CS und dem Anleger vereinbarten Sätzen. Bei Transaktionen, die als Abkommen zwischen selbstständigen Händlern/Kommittenten (Principal-to-principal-Basis) zwischen der Credit Suisse und dem Anleger abgeschlossen werden, entspricht der Kauf- bzw. Verkaufspreis der Gesamtvergütung. Auf Principal-to-principal-Basis durchgeführte Transaktionen, einschliesslich ausserbrslicher (OTC) Transaktionen mit Derivaten, werden als Kauf-/Geldkurs oder Verkaufs-/Briefkurs angegeben, wobei zwischen diesen Kursangaben eine Differenz (Spread) bestehen kann. Gebühren für Transaktionen werden vor dem Handel gemäss den geltenden Gesetzen und Bestimmungen vereinbart. Bitte konsultieren Sie vor einem Kauf die handelsvorbereitete Dokumentation, in der Sie eine Erläuterung der Risiken und Provisionen usw. der jeweiligen Wertpapiere oder Finanzinstrumente finden.

Bei strukturierten Wertpapieren handelt es sich um komplexe Anlageinstrumente, die typischerweise ein erhöhtes Risiko aufweisen. Diese Produkte richten sich ausschliesslich an erfahrene und informierte Anleger, die alle mit der entsprechenden Anlage verbundenen Risiken verstehen und akzeptieren. Der Marktwert strukturierter Wertpapiere wird durch wirtschaftliche, finanzielle und politische Faktoren beeinflusst (insbesondere Spot- und Forward-Zinsen sowie Wechselkurse), ebenso durch Faktoren wie Laufzeit, Marktbedingungen, Volatilität oder Bonität des Emittenten bzw. Referenzemittenten. Anleger, die den Erwerb strukturierter Produkte erwägen, sollten das betreffende Produkt eigenständig prüfen und analysieren und ihre eigenen Berater zu den mit dem geplanten Erwerb verbundenen Risiken konsultieren.

Einige der in diesem Bericht behandelten Produkte weisen ein erhöhtes Mass an Volatilität auf. Anlagen mit hoher Volatilität können plötzlich und in beträchtlichem Umfang an Wert verlieren. In diesem Fall kann es zu Verlusten kommen, wenn die Anlagen veräussert werden. Derartige Verluste können dem Wert der ursprünglichen Anlage entsprechen. Bei bestimmten Investments können die erlittenen Verluste den Wert der ursprünglichen Anlage sogar übersteigen. In einem solchen Fall müssen Sie die erlittenen Verluste durch zusätzliche Zahlungen decken. Die Rendite auf ein Investment kann fluktuieren, deshalb wird gegebenenfalls ein Teil des für die ursprüngliche Anlage gezahlten Betrags für die Zahlung der Rendite verwendet. Bestimmte Investments können gegebenenfalls nicht ohne weiteres realisiert werden, und der Verkauf bzw. die Realisierung der betreffenden Instrumente kann sich als schwierig erweisen. Ebenso kann es sich als schwierig erweisen, zuverlässige Informationen zum Wert eines Investments oder den damit verbundenen Risiken zu erlangen. Bitte wenden Sie sich bei Fragen an Ihren Kundenberater.

**Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für zukünftige Ergebnisse. Provisionen, Gebühren oder andere Kosten sowie Wechselkursschwankungen können die Performance mindern.**

## Sensitivität

Die Sensitivitätsanalyse entspricht der Veränderung des Marktwerts (z. B. des Preises) eines Finanzinstruments bei einer bestimmten Veränderung eines Risikofaktors oder einer Modellannahme. Insbesondere der Marktwert eines Finanzinstruments wird durch wirtschaftliche, finanzielle und politische Faktoren beeinflusst (u. a. Spot- und Forward-Zinsen sowie Wechselkurse), ebenso durch Faktoren wie Laufzeit, Marktbedingungen, Volatilität oder Bonität des Emittenten bzw. Referenzemittenten.

## Finanzmarktrisiken

Historische Renditen und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Preis und der Wert der hierin erwähnten Anlagen und alle daraus resultierenden Erträge können 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 denominated, 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 Schuldnern, die in Schwellenländern gegründet, stationiert oder hauptsächlich geschäftlich tätig sind, Unsicherheiten und Risiken verbunden sind. Anlagen im Zusammenhang mit Schwellenländern können als spekulativ betrachtet werden; ihre Kurse neigen zu einer weit höheren Volatilität als die der stärker entwickelten Länder der Welt. Anlagen in Schwellenmärkten sollten nur von versierten Anlegern oder von erfahrenen Fachleuten getätigt werden, die über eigenständiges Wissen über die betreffenden Märkte sowie die Kompetenz verfügen, die verschiedenen Risiken, die solche Anlagen bergen, zu berücksichtigen und abzuwägen und ausreichende finanzielle Ressourcen zur Verfügung haben, um die erheblichen Risiken des Anlageausfalls 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.

# Offenlegungen

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von der Abteilung Research der Division International Wealth Management der CS am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Aufgrund unterschiedlicher Bewertungskriterien können die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über einen bestimmten Titel von Ansichten und Beurteilungen des Credit Suisse Research Department der Division Investment Banking abweichen oder diesen widersprechen.

Beiträge von Anlagestrategen sind keine Research-Berichte. Anlagestrategen gehören nicht dem CS Research Department an. Die CS verfügt über Weisungen, die sicherstellen, dass das Research Department unabhängig ist. Dies schliesst Weisungen zu Handelsbeschränkungen für bestimmte Wertschriften vor der Veröffentlichung von Research-Berichten ein. Diese Weisungen gelten nicht für Anlagestrategen.

Die CS lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab, es sei denn, dieser Haftungsausschluss steht im Widerspruch zu einer Haftung, die sich aus bestimmten, für die CS geltenden Statuten und Regelungen ergibt. Dieser Bericht ist kein Ersatz für eine unabhängige Beurteilung. Die CS hat möglicherweise eine Handelsidee zu diesem Wertpapier veröffentlicht oder wird dies möglicherweise in Zukunft tun. Handelsideen sind kurzfristige Handlungsempfehlungen, die auf Markt-

ereignissen und Katalysatoren basieren, wohingegen Unternehmensempfehlungen Anlageempfehlungen darstellen, die auf dem erwarteten Gesamtertrag im 6- bis 12-Monats-Horizont basieren, gemäss der Definition im Disclosure-Anhang. Da Handelsideen und Unternehmensempfehlungen auf unterschiedlichen Annahmen und Analysemethoden basieren, könnten die Handelsideen von den Unternehmensempfehlungen abweichen. Ausserdem hat die CS möglicherweise andere Berichte veröffentlicht oder wird möglicherweise Berichte veröffentlichen, die im Widerspruch zu dem vorliegenden Bericht stehen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Berichte spiegeln die verschiedenen Annahmen, Einschätzungen und Analysemethoden wider, auf denen sie basieren, und die CS ist in keiner Weise verpflichtet, sicherzustellen, dass der Empfänger Kenntnis von anderen entsprechenden Berichten erhält.

### Bestätigung der Analysten

Alle in diesem Bericht aufgeführten Analysten bestätigen hiermit, dass die in diesem Bericht geäusserten Ansichten über Unternehmen und deren Wertschriften mit ihren persönlichen Ansichten über sämtliche hier analysierten Unternehmen und Wertschriften übereinstimmen. Die Analysten bestätigen darüber hinaus, dass eine bereits erhaltene oder zukünftige Vergütung in keiner Art und Weise direkt oder indirekt mit den in diesem Bericht ausgedrückten Empfehlungen oder Ansichten in Verbindung steht.

Die in diesem Bericht erwähnten Knowledge Process Outsourcing Analysten (KPO-Analysten) sind bei der Credit Suisse Business Analytics (India) Private Limited angestellt.

### Wichtige Angaben

Die CS veröffentlicht und aktualisiert Research-Berichte/Empfehlungen in den Intervallen, die ihr angemessen erscheinen. Dabei bezieht sie sich auf Entwicklungen in den analysierten Unternehmen, im Sektor oder Markt, die für die in dem Bericht geäusserten Meinungen und Ansichten wesentlich sein können. Die CS veröffentlicht ausschliesslich unparteiische, unabhängige, eindeutige, faire und nicht irreführende Anlagestudien.

Der für alle Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter der Credit Suisse verbindliche Code of Conduct ist online unter folgender Adresse abrufbar: [http://www.credit-suisse.com/governance/en/code\\_of\\_conduct.html](http://www.credit-suisse.com/governance/en/code_of_conduct.html)

Weitere Informationen finden Sie im Dokument «Unabhängigkeit der Finanzanalyse» unter folgender Adresse: [https://www.credit-suisse.com/legal/pb\\_research/independence\\_en.pdf](https://www.credit-suisse.com/legal/pb_research/independence_en.pdf)

Die Vergütung der für diesen Research-Bericht verantwortlichen Analysten setzt sich aus verschiedenen Faktoren zusammen, darunter aus dem Umsatz der CS. Einen Teil dieses Umsatzes erwirtschaftet die Credit Suisse im Bereich Investment Banking.

### Zusätzliche Angaben

**Vereinigtes Königreich:** Weitere Informationen zu Angaben über den Bereich Fixed Income erhalten Kunden der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited unter der Telefonnummer +41 44 333 33 99.

**Indien:** Unter der Adresse <http://www.credit-suisse.com/in/researchdisclosure> finden sich weitere Offenlegungen, die gemäss Securities And Exchange Board of India (Research Analysts) Regulations, 2014, vorgeschrieben sind. Die Credit Suisse könnte Interessen in Bezug auf die im vorliegenden Bericht genannten Unternehmen haben. Die Research-Berichte der Credit Suisse sind auch unter <https://investment.credit-suisse.com/> abrufbar.

Informationen zu rechtlichen Hinweisen und Offenlegungen bezüglich der von Credit Suisse Investment Banking beurteilten Unternehmen, die in diesem Bericht erwähnt wurden, finden Sie auf der Seite «Disclosure» der Investment Banking Division unter folgender Adresse: <https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

Weitere Informationen wie Angaben im Zusammenhang mit anderen Emittenten finden Sie auf der Seite «Disclosure» der Private Banking & Wealth Management Division unter folgender Adresse: <https://www.credit-suisse.com/disclosure>

Gesetze oder Vorschriften verletzen würde oder in dem CS Registrierungs- oder Zulassungspflichten erfüllen müssten.

In diesem Bericht bezieht sich CS auf die Schweizer Bank Credit Suisse AG oder ihre Tochter- und verbundenen Unternehmen. Weitere Informationen über die Organisationsstruktur finden sich unter folgender Adresse: <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 Wertschriften oder anderen Finanzinstrumenten. Alle Informationen, auch Tatsachen, Meinungen oder Zitate, sind unter Umständen gekürzt oder zusammengefasst und beziehen sich auf den Stand am Tag der Erstellung des Dokuments. Bei den in diesem Bericht enthaltenen Informationen handelt es sich lediglich um allgemeine Marktcommentare und in keiner Weise um eine 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 Credit Suisse, 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 Beratungsdienstleistungen 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. Die CS hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Dienstleistungen durch Kapitalanlagegesellschaften geschlossen. **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 beinhalten. 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.

### Distribution von Research-Berichten

Sofern hier nicht anders vermerkt, wurde dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG erstellt und publiziert, die der Zulassung und Regulierung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht untersteht. **Australien:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Sydney Branch (CSSB) (ABN 17 061 700 712 AFSL 226896), ausschliesslich an «Wholesale»-Kunden, definiert nach s761G des Corporations Act 2001, verteilt. CSSB übernimmt keine Gewähr, noch macht sie Zusicherungen zur Wertentwicklung der in diesem Bericht erwähnten Finanzprodukte. **Bahrain:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse AG, Bahrain Branch, verteilt, die über eine Zulassung der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Firm Category 2 verfügt und von dieser reguliert wird. 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) AG, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zugelassen

# 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



sen ist und reguliert wird. **Dubai:** 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 der Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, verteilt, die von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) als Anlagendienstleister zugelassen ist. Die Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Succursale en France, wird von der Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution und der Autorité des Marchés Financiers überwacht und reguliert. **Gibraltar:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Gibraltar) Limited vertrieben. Die Credit Suisse (Gibraltar) Limited ist eine unabhängige Gesellschaft, die zu 100% im Besitz der Credit Suisse ist. Sie untersteht der Regulierung der Gibraltar Financial Services Commission. **Guernsey:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Channel Islands) Limited verteilt, einem rechtlich unabhängigen Unternehmen, das in Guernsey unter der Nummer 15197 und unter der Anschrift Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, eingetragen ist. Die Credit Suisse (Channel Islands) Limited ist zu 100% im Besitz der Credit Suisse AG. Sie wird von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Der jeweils aktuelle testierte Jahresabschluss ist auf Anfrage erhältlich. **Hongkong:** Der vorliegende Bericht wird in Hongkong von der Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, herausgegeben. Die Credit Suisse AG, Hong Kong Branch, ist als «Authorized Institution» der Aufsicht der Hong Kong Monetary Authority unterstellt und ist ein eingetragenes Institut nach Massgabe der «Securities and Futures Ordinance» (Chapter 571 der gesetzlichen Vorschriften Hongkongs). **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 einerseits 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, sowie andererseits von der Credit Suisse AG, einer Schweizerischen Bank mit Lizenz zur Erbringung von Bank- und Finanzdienstleistungen in Italien, verteilt. **Japan:** Dieser Bericht wird von Credit Suisse Securities (Japan) Limited, Financial Instruments Dealer, Director-General of Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No.66, Mitglied der Japan Securities Dealers Association, Financial Futures Association of Japan, Japan Investment Advisers Association und Type II Financial Instruments Firms Association, ausschliesslich in Japan verteilt. Credit Suisse Securities (Japan) Limited wird diesen Bericht nicht ausserhalb Japans verteilen oder in Länder ausserhalb Japans weiterleiten. **Jersey:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, die von der Jersey Financial Services Commission hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften beaufsichtigt wird. Die Geschäftsadresse der Credit Suisse (Channel Islands) Limited, Jersey Branch, in Jersey lautet: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 5WU. **Libanon:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Anlagen in Finanzmärkte können mit einem hohen Ausmass an Komplexität und Risiko einhergehen und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat. **Luxemburg:** Dieser Bericht wird von der Credit Suisse (Luxembourg) S.A. verteilt. Diese ist eine luxemburgische Bank, die über eine Zulassung der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) verfügt und von dieser reguliert wird. **Österreich:** Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. Die Bank ist eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., ein ordnungsgemäss zugelassenes Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Sie unterliegt ferner der finanzmarktrechtlichen Aufsicht der luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), 110, route d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien. **Katar:** Diese Information wird von der Credit Suisse (Qatar) L.L.C verteilt, die

über eine Bewilligung der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) verfügt und von dieser reguliert wird (QFC Nr. 00005). Alle Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen im Zusammenhang mit diesem Bericht sind nur für Geschäftskunden oder Vertragspartner (wie in den Regeln und Vorschriften der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar (QFCRA) definiert) zugänglich. Zu dieser Kategorie gehören auch Personen mit einem liquiden Vermögen von über USD 1 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. **Singapur:** Dieser Bericht wurde zur Verteilung in Singapur ausschliesslich an institutionelle Anleger, zugelassene Anleger und erfahrene Anleger (wie jeweils in den Financial Advisers Regulations definiert) erstellt und herausgegeben und wird von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, auch an ausländische Anleger (gemäss Definition in den Financial Advisers Regulations) verteilt. Die Credit Suisse AG, Singapore Branch, ist gemäss den Bestimmungen der Vorschrift 32C der Financial Advisers Regulations berechtigt, Berichte, die durch ihre ausländischen oder verbundenen Unternehmen erstellt wurden, zu verteilen. Für Fragen, die sich aus diesem Bericht ergeben oder die damit in Verbindung stehen, wenden sich Leser aus Singapur bitte an die Credit Suisse AG, Singapore Branch, unter +65-6212-2000. In Bezug auf Finanzberatungsdienstleistungen, die Sie von der Credit Suisse AG, Singapore Branch, erhalten, erbindet Ihr Status als institutioneller Anleger, zugelassener Anleger, erfahrener Anleger oder ausländischer Anleger die Credit Suisse AG, Singapore Branch, von der Verpflichtung bestimmte Anforderungen des Financial Advisers Act, Chapter 110 in Singapur (das «FAA»), der Financial Advisers Regulation sowie der entsprechenden Hinweise und Richtlinien, die hierzu erlassen wurden, zu erfüllen. **Spanien:** Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, verteilt. Diese ist ein durch die Banco de España autorisiertes Unternehmen (Registernummer 1460). **Thailand:** Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, die von der Securities and Exchange Commission, Thailand, beaufsichtigt wird und unter der Adresse 990 Abdulrahim Place Building, 27/F, Rama IV Road, Silom, Bangkok, Bangkok, Tel. 0-2614-6000, eingetragen ist. **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 zugehörig, 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 OF 1933, IN SEINER GÜLTIGEN FASSUNG).**

Das vorliegende Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der Credit Suisse weder vollständig noch auszugsweise vervielfältigt werden. Copyright © 2016 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

16C032A\_R

## Weitere Publikationen von Credit Suisse Economic Research



### Frei verfügbares Einkommen 2016 Wohnen, Pendeln, Krippe: Wo lebt sich's am günstigsten?

Nicht überall ist das Leben gleich teuer. Die Studie «Frei verfügbares Einkommen 2016» analysiert die finanzielle Wohnattraktivität der Schweizer Gemeinden basierend auf verschiedenen Faktoren wie die Steuerbelastung, Immobilienpreise, Pendelkosten und erstmals auch die Kinderbetreuungskosten.

**8. Dezember 2016**



### Monitor Schweiz 4. Quartal 2016

Der Monitor Schweiz analysiert und prognostiziert die Entwicklung der Schweizer Wirtschaft.

**14. Dezember 2016**



### Retail Outlook 2017 Schweizer Detailhandel im Umbruch

Die jährliche Studie zum Schweizer Detailhandel zeigt die konjunkturellen Perspektiven für die Branche und aktuelle Herausforderungen auf. Im diesjährigen Schwerpunktthema untersuchen wir den Effekt des Wettbewerbs auf das Verkaufsstellennetz.

**4. Januar 2017**



### Branchenhandbuch 2017 Strukturen und Perspektiven

Das Branchenhandbuch ist das jährlich erscheinende Nachschlagewerk der Schweizer Branchen. Die einzelnen Branchenporträts geben vertieften Einblick in die Strukturen und die konjunkturellen Perspektiven der Schweizer Branchen

**10. Januar 2017**



### Global Real Estate Monitor 1. Quartal 2017

Der Global Real Estate Monitor gibt quartalsweise einen Überblick über die wichtigsten Immobilienmärkte und Trends rund um den Globus. Beleuchtet werden sowohl direkte als auch indirekte Immobilienanlagen.

**Januar/Februar 2017**



### Bauindex Schweiz 1. Quartal 2017

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

**22. Februar 2017**

**Die Publikation Immobilienmarkt Schweiz 2017 erscheint am 7. März 2017.**

Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.