

Weitere Senkung des Referenzzinssatzes 2017 wahrscheinlich



Bauwirtschaft
Lex Weber: In den Alpen weht ein rauer Wind

Seite 5

Regionaler Fokus
Normalisierung am Genfersee

Seite 6

Indirekte Immobilienanlagen
Kaum noch Kursfantasien für Schweizer Immobilienaktien

Seite 14

Impressum

Herausgeber

Loris Centola
Global Head of PB Research
Tel. +41 44 333 57 89
E-Mail: 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

Kontakt

Tel. +41 44 333 33 99
E-Mail: immobilien.economicresearch@credit-suisse.com

Redaktionsschluss

24. Mai 2016

Publikationsreihe

Swiss Issues Immobilien

Besuchen Sie uns auf dem Internet

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
Tim Maurer
Thomas Rieder
Dr. Fabian Waltert

Liebe Leserin, lieber Leser

Die Wirkung weltwirtschaftlicher Einflüsse reicht sehr weit – auch in die Schweiz, die sich oft als Insel versteht und zuweilen unsanft daran erinnert wird, dass sie in Tat und Wahrheit keine ist. Nicht einmal die stark lokal geprägten Immobilienmärkte in der Schweiz vermögen sich beispielsweise den Wirkungen der weltweit tiefen Zinsen zu entziehen. Weil private und institutionelle Anleger auf den weltweiten Kapitalmärkten keine mit den auf dem Schweizer Immobilienmarkt vergleichbaren Renditen mehr erzielen können, wird hierzulande auf Teufel komm raus geplant und gebaut – praktisch unabhängig davon, was auf der Nachfrageseite läuft.

Die Zuwanderung hat im 1. Quartal 2016 mit einem um 26% tieferen Wanderungssaldo (ohne Registerkorrekturen) aufhorchen lassen. Gleichzeitig erreichte die Baueingabe von Mietwohnungen im April mit über 30'500 Einheiten (12-Monats-Summe) den höchsten Wert seit Messbeginn im Jahr 2002 (Seite 12). Zwei Entwicklungen, die unweigerlich darauf hinauslaufen, dass die Situation auf dem Mietwohnungsmarkt für die Vermieter noch anspruchsvoller wird. Die hohe Stabilität des Wohnungsmarktes in den letzten zehn Jahren war zu grossen Teilen der Zuwanderung zu verdanken. Die Immigration der letzten Jahre hat für einen reibungslosen Absatz der vielen Wohnbauprojekte gesorgt und dem Wohnungsmarkt einen Superzyklus beschert. Doch auch Superzyklen haben einmal ein Ende.

Jüngst haben auch die geplanten Bauinvestitionen auf dem Büroflächenmarkt wieder zugenommen (Seite 13). Auch hier sind die erzielbaren Renditen trotz des Risikos von Leerständen immer noch attraktiver als bei anderen Kapitalanlagen, weshalb weiter in neue Flächen investiert wird. So lag das Volumen der Baugesuche in den letzten 20 Jahren nur in einem halben Dutzend Jahre über dem aktuellen Niveau. Ob die gegenwärtig zu beobachtende Konsolidierung bei den angebotenen Büroflächen eine Trendwende oder nur ein Marschhalt auf dem Weg zu noch höheren Leerständen markiert, dürfte folglich stark vom nachfrageseitigen Absorptionsvermögen abhängen. Hier richtet sich der Blick auf die weitere Entwicklung der Beschäftigung. Nachdem bereits im letzten Jahr eine verringerte Dynamik des Stellenwachstums zu verzeichnen war, rechnen wir im laufenden Jahr nur noch mit einem Beschäftigungswachstum von 0.3% auf Vollzeitbasis, was einer nochmaligen Halbierung der Dynamik im Vorjahresvergleich entspricht. Dies dürfte die Frage, ob am Büroflächenmarkt eine Trendwende einsetzt oder der Abschwung andauert, unserer Meinung nach zugunsten des Letzteren entscheiden.

Abgesehen davon blickt man mit Verwunderung auf den Schweizer Börsenhandel, wo die Schweizer Immobilienaktien im bisherigen Jahresverlauf den globalen Immobilien-Benchmark um gut 8 Prozentpunkte geschlagen und gleich auch alle anderen regionalen Immobilienindizes überflügelt haben. Die zumeist sehr soliden Jahresabschlüsse der Immobilienaktiengesellschaften scheinen die Kursfantasien vieler Anleger beflügelt zu haben. Hinter die Frage, ob diese gerechtfertigt sind, setzen wir jedoch ein Fragezeichen. Früher oder später werden sich die anspruchsvolleren Marktbedingungen auch in den Abschlüssen der Immobiliengesellschaften niederschlagen.

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

Fredy Hasenmaile
Head Real Estate & Regional Research

Bauwirtschaft: Lex Weber: In den Alpen weht ein rauer Wind	5
Seit dem 1. Januar 2016 ist das Zweitwohnungsgesetz («Lex Weber») in Kraft. Für die Bau- branche sind die Auswirkungen unabsehbar. Dank Sparmassnahmen und der guten Auftrags- lage in den Tälern bleiben Konkurse aber noch die Ausnahme.	
Regionaler Fokus: Normalisierung am Genfersee	6
Die Genferseeregion war jahrelang ein einflussreicher Treiber der Schweizer Wirtschaftsent- wicklung: Beschäftigung wie auch Bevölkerung wuchsen deutlich über dem Schweizer Mittel. Das Ergebnis waren stark steigende Preise und eine hohe Bauaktivität weit über die Seeregion hinaus. Angesichts der aktuellen wirtschaftlichen Herausforderungen und Unsicherheiten ha- ben die Regionen um den Genfersee jedoch mittlerweile an Dynamik eingebüsst, und die regi- onalen Immobilienmärkte befinden sich in einer Korrekturphase.	
Wohneigentum: Nachfrage fokussiert sich auf das einfache Segment	9
Jahrelang waren die Preise für gehobene Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen preis- lich am stärksten gewachsen. Mit dem weitgehenden Ausfall bestimmter Nachfragegruppen und den verschärften Eigenkapitalanforderungen hat sich die Situation in den letzten Jahren ins Gegenteil verkehrt. Preisgünstigere Objekte werden derzeit stärker nachgefragt.	
Mietwohnungen: Weitere Senkung des Referenzzinssatzes 2017 wahrscheinlich	11
Sesshafte Mieter konnten in den vergangenen Jahren mehrmals von Senkungen des Refe- renzzinssatzes profitieren und ihre Mietzinsbelastung reduzieren. Damit dürfte noch nicht Schluss sein.	
Kommerzielle Immobilien	13
Indirekte Immobilienanlagen: Kaum noch Kursfantasien für Schweizer Immobilienaktien	14
Die starke Performance der Schweizer Immobilienaktien im Vergleich zum globalen Immo- bilien-Benchmark im bisherigen Jahresverlauf steht nicht in Einklang mit der schleichenden Ein- trübung der fundamentalen Kennziffern für die kommerziellen Immobilienmärkte in der Schweiz.	

Bauwirtschaft

Lex Weber: In den Alpen weht ein rauer Wind

Seit dem 1. Januar 2016 ist das Zweitwohnungsgesetz («Lex Weber») in Kraft. Für die Baubranche sind die Auswirkungen unabsehbar. Dank Sparmassnahmen und der guten Auftragslage in den Tälern bleiben Konkurse aber noch die Ausnahme.

Baubewilligungen in Zweitwohnungsgemeinden auf Tiefststand

Das Zweitwohnungsgesetz sorgte bereits Jahre vor seinem Inkrafttreten für grosse Verunsicherung in der Bau- und Immobilienbranche der Tourismusregionen. In den Gemeinden, die dem Gesetz unterstellt sind, hat die geplante Bautätigkeit, gemessen an den baubewilligten Wohnungen (vgl. Abb. 1), den tiefsten Stand seit über zwölf Jahren erreicht. Immerhin deuten die seit einigen Monaten wieder etwas zunehmenden Baugesuche auf eine Stabilisierung auf tiefem Niveau hin. Auch wenn das Gesetz noch für etliche Rechtsfälle sorgen wird, dürfte sich die Unsicherheit mit dessen Inkrafttreten zumindest etwas reduziert haben.

Konkurse nehmen zu, bleiben jedoch die Ausnahme

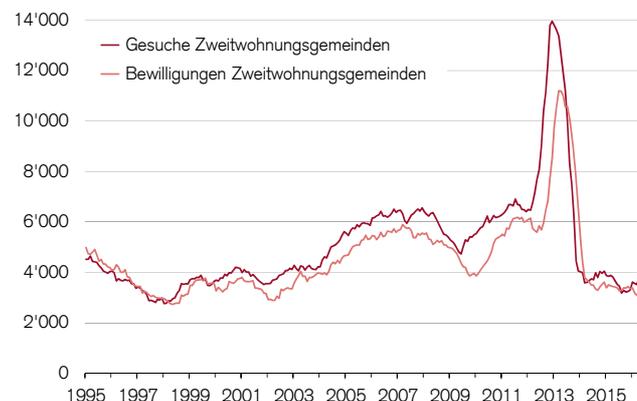
Die Zahl der Konkursanmeldungen von Hochbauunternehmen ist 2014 in den Tourismuskantonen Graubünden und Wallis relativ zur gesamtschweizerischen Entwicklung deutlich gestiegen (vgl. Abb. 2). Das zuweilen befürchtete Massensterben ist bisher jedoch ausgeblieben, denn die Zahl der Konkurse stabilisierte sich in der Folge. Die meisten Unternehmen können sich über Wasser halten, teils dank einer noch nicht entleerten Projektpipeline, teils zum Preis eines Stellenabbaus oder einer Verlagerung des geografischen Fokus ins Unterland.

Intakte Nachfrage in Tälern und Regionalzentren

Tatsächlich ist die Baukonjunktur in einigen weniger stark auf den Tourismus fokussierten Regionen der Bergkantone durchaus robust. So wurden im Wallis ausserhalb der Gemeinden, die den Einschränkungen des Zweitwohnungsgesetzes unterliegen, im Jahr 2015 so viele Wohnungen bewilligt (über 2000) wie noch nie seit Messbeginn im Jahr 1995. Etwas anspruchsvoller präsentiert sich der Markt im Kanton Graubünden. Der Rückgang der Bautätigkeit ist in den Bündner Zweitwohnungsgemeinden besonders stark ausgefallen, und auch das Bündner Rheintal weist seit zwei Jahren eine stark rückläufige Zahl baubewilligter Wohnungen aus. Im Bündnerland dürften deshalb noch weitere Stellen in der Baubranche verloren gehen. Zudem dürfte sich die Kombination aus magerem Auftragsvolumen und hohem Margendruck für einige Unternehmen als existenzbedrohend erweisen.

Abb. 1: Wohnprojekte in den Zweitwohnungsgemeinden

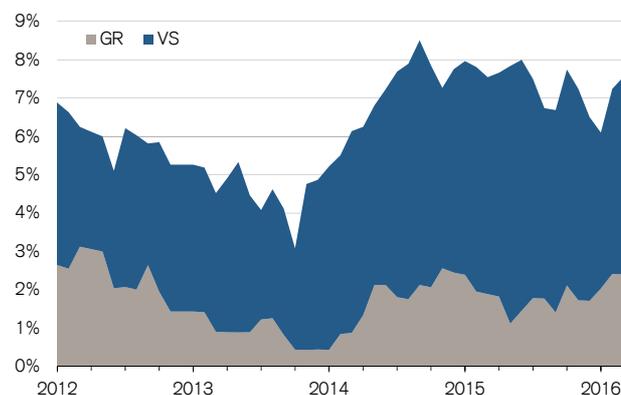
12-Monats-Summe, in Anzahl Wohneinheiten



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 2: Konkurse im Hochbau

Anteile der Kantone Graubünden und Wallis an der Anzahl Konkurse in der Schweiz, 12-Monats-Summe



Quelle: CRIF AG, Credit Suisse

Regionaler Fokus

Normalisierung am Genfersee

Die Genferseeregion war jahrelang ein einflussreicher Treiber der Schweizer Wirtschaftsentwicklung: Beschäftigung wie auch Bevölkerung wuchsen deutlich über dem Schweizer Mittel. Das Ergebnis waren stark steigende Preise und eine hohe Bauaktivität weit über die Seeregion hinaus. Angesichts der aktuellen wirtschaftlichen Herausforderungen und Unsicherheiten haben die Regionen um den Genfersee jedoch mittlerweile an Dynamik eingebüsst, und die regionalen Immobilienmärkte befinden sich in einer Korrekturphase.

Bis 2014 starkes Beschäftigungswachstum in der Genferseeregion

Keine andere Grossregion hat seit der Jahrtausendwende so viel zum Schweizer Beschäftigungswachstum beigetragen wie der Genferseeraum (GE, VD und VS). Seit 2000 wurden in der Region gesamthaft fast 220'000 neue Stellen geschaffen, fast ein Viertel des gesamtschweizerischen Wachstums. Entsprechend wies der Genferseeraum von 2006 bis 2014 mit 1.9% pro Jahr ein deutlich überdurchschnittliches Beschäftigungsplus auf (Schweiz: 1.5% pro Jahr; vgl. Abb. 3). Im vergangenen Jahr hat sich das Blatt gewendet: Die Wachstumsdynamik bei der Beschäftigung hat insbesondere in der Genferseeregion deutlich nachgelassen. 2015 wuchs die Beschäftigung noch um 0.5%, verglichen mit 0.9% in der Schweiz. Massgeblich dazu beigetragen hat ein im Vergleich zur Schweiz überdurchschnittlich starker Rückgang in den Branchen des sekundären Sektors (-1.5%). Die Beschäftigung im tertiären Sektor nahm 2015 noch um 0.9% zu. Nur die Ostschweiz verzeichnete unter den Grossregionen ein tieferes Wachstum.

Verunsicherung hinsichtlich USR III beeinträchtigt Standortsicherheit

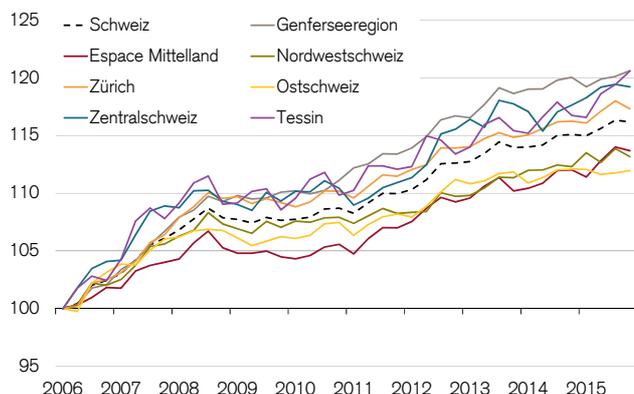
Zur Wachstumsverlangsamung dürfte die Eintrübung der Konjunktur auf gesamtschweizerischer Ebene beigetragen haben. Belastet vom starken Schweizer Franken, schwindenden Margen sowie einer mit strukturellen Problemen kämpfenden Europäischen Union, fehlt es der Schweiz an Wachstumsimpulsen. Mit Blick auf den Genferseeraum dürfte auch die Unternehmenssteuerreform III (USR III) die Standortsicherheit beeinträchtigt haben, sodass Neuansiedelungen von Unternehmen zuletzt rar wurden. Für 2016 gehen wir davon aus, dass sich das Beschäftigungswachstum weiter abschwächen und schweizweit nur noch 0.3% betragen wird.

Strukturwandel dämpft Flächennachfrage

Für die Büroflächenmärkte sind dies keine erfreulichen Nachrichten, denn der Schweizer Markt als Ganzes und insbesondere der Genferseeraum wären auf neue Nachfrager angewiesen. Neben der schwindenden Beschäftigungsdynamik ist der Büromarkt zusätzlich strukturellen Veränderungen unterworfen, welche die Nachfrage beeinträchtigen. Dazu gehören Trends wie die Auslagerung oder Automatisierung von Arbeitsplätzen, die Optimierung des Flächenbedarfs von Büroangestellten sowie der Strukturwandel im Privat Banking, der besonders am Standort Genf spürbar ist.

Abb. 3: Regionale Beschäftigungsentwicklung

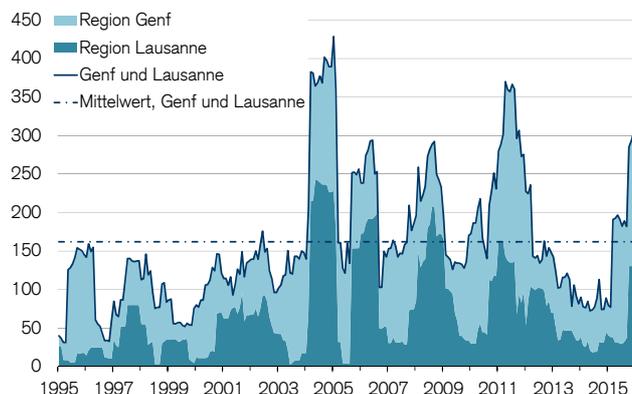
Schweiz und Grossregionen, Vollzeit und Teilzeit, Index: 1. Q 2006 = 100



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 4: Baubewilligte Büroflächen (Neubau)

Regionen Genf und Lausanne, in CHF Mio. Bausumme, 12-Monats-Summe



Quelle: Credit Suisse, Baublatt

Genf und Lausanne mit höchstem Flächenangebot der fünf Grosszentren

Die beiden Grosszentren Genf und Lausanne weisen mit Quoten von 8.6% bzw. 6.8% per Ende 2015 das höchste Angebot an verfügbaren Büroflächen aller Schweizer Grosszentren auf. Dazu kommt, dass es sich bei den Angeboten hauptsächlich um Bestandesflächen handelt, die mehrheitlich bereits leer stehen dürften. Investoren haben das Überangebot von Büroflächen am Genfersee früh erkannt und ab 2012 Zurückhaltung bei der Planung neuer Projekte geübt (vgl. Abb. 4). Erst 2015 hatten die Planung des neuen Verwaltungssitzes einer Organisation zur Bekämpfung von Aids, Malaria und Tuberkulose in Genf sowie der Ersatzneubau des Verwaltungsgebäudes des Internationalen Olympischen Komitees in Lausanne das Investitionsvolumen über das langfristige Mittel gehoben. Zudem wurde im März 2016 ein 12-stöckiges Dienstleistungsgebäude in Crissier mit einer Bausumme von rund CHF 50 Mio. bewilligt. Weitere Ideen und Projekte sind in der Pipeline: In Genf werden mit der Eröffnung der neuen Bahnlinie von Cornavin ins französische Annemasse (CEVA) neue, hochfrequentierte S-Bahnhöfe entstehen. Diese bieten sich für Bürostandorte geradezu an. Auch auf dem Lausanner Büroflächenmarkt existieren in unmittelbarer Nähe der Bahnhöfe Lausanne, Renens und Prilly-Malley Pläne für teilweise grosse Arealentwicklungen. Die Chancen, an diesen Standorten mit guter Erschliessung durch den öffentlichen Verkehr Mieter zu finden, sind intakt. Allerdings dürfte dies auf Kosten schlechter erreichbarer Bürostandorte gehen.

Internationale Migration sorgt für hohes Bevölkerungswachstum

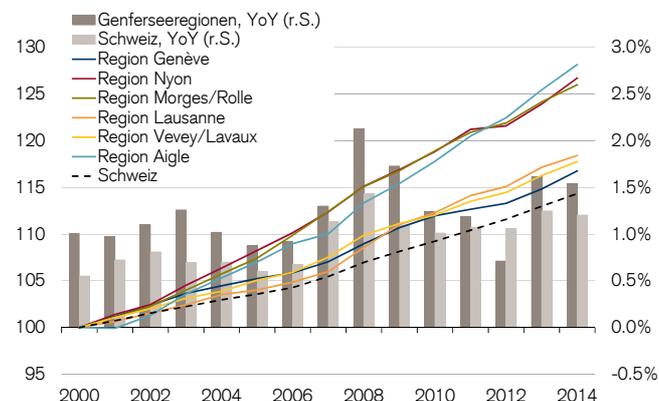
Angetrieben von der Beschäftigung ist auch die Bevölkerung in der Genferseeregion seit der Jahrtausendwende überdurchschnittlich stark gewachsen (vgl. Abb. 5). Im Durchschnitt stieg die Bevölkerung zwischen 2000 und 2014 um jährlich 1.3%; in der Schweiz belief sich das Plus im selben Zeitraum auf 1.0% pro Jahr. Am stärksten gewachsen sind die Regionen Morges/Rolle und Nyon mit je 1.7% pro Jahr sowie Aigle mit jährlich 1.8%. Der Hauptbeitrag zu diesem Wachstum stammt von der internationalen Zuwanderung. Die Regionen Nyon und Aigle konnten ausserdem von der Binnenmigration aus benachbarten Regionen profitieren. Wegen der rückläufigen Arbeitsmigration und der sinkenden Beschäftigungsdynamik dürfte sich auch das Bevölkerungswachstum am Genfersee etwas verlangsamen.

Erst geringfügige Entspannung auf dem Mietwohnungsmarkt

Auf dem Mietwohnungsmarkt erwarten wir statt einer generellen Abschwächung der Nachfrage eine Verlagerung auf die tieferen Mietpreissegmente. Beflügelt von der aus Investorensicht hohen Attraktivität von Immobilienanlagen, hat der Mietwohnungsbau am Genfersee – dem gesamtschweizerischen Trend folgend – deutlich zugelegt (vgl. Abb. 6). Seit 2011 wurden in der Genferseeregion jährlich 2600 Wohnungen baubewilligt, 26% mehr als im langjährigen Durchschnitt. Besonders stark nahm der Mietwohnungsbau in den Regionen Genf, Nyon und Lausanne zu. Nachdem sich die Angebotsmieten am Genfersee seit dem Jahr 2000 mehr als verdoppelt hatten, hat sich das Mietpreiswachstum in den letzten drei Jahren deutlich verflacht. 2015 verzeichnete die Region sogar einen Rückgang der Mietpreise um 0.4%. Die Entspannung im Mietwohnungsmarkt ist jedoch noch nicht weit vorangeschritten. Die Leerstände liegen in der gesamten Genferseeregion noch immer deutlich unter dem Schweizer Mittel. Besonders knapp sind freie Mietwohnungen in den Zentrumsregionen Lausanne (0.24%) sowie Genf (0.42%).

Abb. 5: Regionale Bevölkerungsentwicklung

Regionen am Genfersee*; Index: 2000 = 100 (linke Skala); Jahreswachstum (rechte Skala)

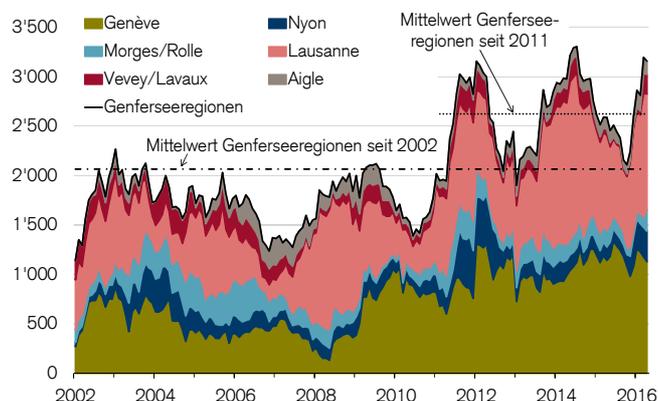


* Genferseeregionen: Genève, Nyon, Morges/Rolle, Lausanne, Vevey/Lavaux, Aigle

Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Abb. 6: Baubewilligte Mietwohnungen

Regionen am Genfersee; Anzahl Mietwohnungen, Neubau, 12-Monats-Summe



Quelle: Credit Suisse, Baublatt

Wohneigentumspreise flächendeckend am Sinken

Auch im Wohneigentumssegment verzeichnete die Genferseeregion jahrelang ein rekordverdächtiges Preiswachstum (vgl. Abb. 7). Seit dem 1. Quartal 2000 stiegen die Wohneigentumspreise zwischen 85% (Aigle) und 156% (Genf) – im Schweizer Mittel hingegen nur um 73%. Im Vergleich zu anderen Wachstumsregionen ist verfügbares Bauland in Zentrumsnähe wegen der Landesgrenze, lokaler Gesetze und des Sees seltener, was in Kombination mit dem starken Beschäftigungs- und Bevölkerungswachstum zu diesem hohen Preisdruck geführt hat. Seit zwei bis drei Jahren hat aber im Wohneigentumssegment ein Rückgang der Preise eingesetzt. Die Korrekturphase ist weniger auf die Ausweitung des Angebots, sondern vielmehr auf nachfrage-seitige Faktoren zurückzuführen. Der starke Franken, ein sich abflachendes Beschäftigungswachstum, die verschärften Kreditanforderungen (siehe unten) sowie die immer deutlichere Abkoppelung der Immobilienpreise von den Einkommen haben zu dieser Abschwächung der Nachfrage beigetragen. Seit dem Erreichen der Hochstände haben die Preise in den Genferseeregionen insgesamt zwischen 1.8% (Vevey) und 9.3% (Genf) korrigiert. Damit konnte die Schere zwischen Preis- und Einkommensentwicklung zwar etwas reduziert werden, die Ungleichgewichte bleiben aber hoch. Auch 2016 dürften die Preise nochmals sinken.

Kalkulatorische Tragbarkeit im gesamten Genfersee- raum nicht mehr erfüllt

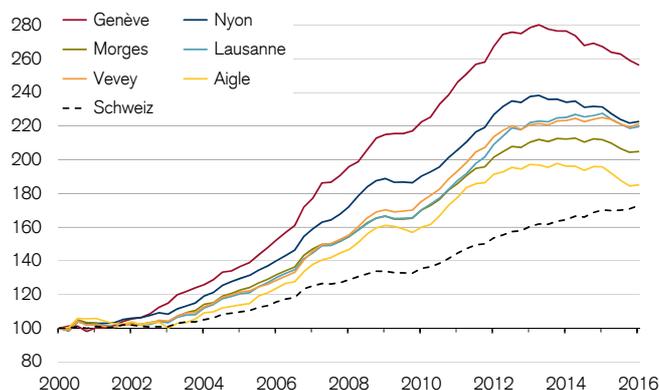
Die tiefen Hypothekarzinsen erhalten zwar den Wunsch nach Wohneigentum auch in der Genferseeregion bei vielen Haushalten aufrecht, die hohen Preisniveaus sowie die verschärften finanziellen Anforderungen aufgrund der (Selbst-)Regulierung machen diesen Wunsch für eine zunehmende Anzahl Haushalte aber unerschwinglich. Für einen Durchschnittshaushalt am Genfersee liegen die kalkulatorischen Kosten für neu erstelltes Wohneigentum weit über der Schwelle von 33% des Bruttoeinkommens (vgl. Abb. 8). In Genf beträgt der Wert hohe 90%, in den angrenzenden Seeregionen bis Vevey/Montreux zwischen 52% und 64%. Selbst in Aigle liegen die Kosten mit 36% noch über dem Schwellenwert. Um sich den Wunsch nach Eigentum dennoch erfüllen zu können, ziehen viele Haushalte aus der Genferseeregion in umliegende Regionen. Die Anzahl bewilligter Bauprojekte ist deshalb im Genferseeraum flächendeckend rückläufig: 2015 gingen noch Baubewilligungen für knapp 1900 Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser ein. Im Vergleich zum Mittel der vergangenen fünf Jahre entspricht dies einem Minus von 25%. Mit 1.4% bleibt die erwartete Ausweitung aber weiterhin auf einem ansehnlichen Niveau (vgl. Abb. 13, Seite 10).

Derzeitige Korrekturphase als gesunde Entwicklung

Aus langfristiger Perspektive dürfte die Genferseeregion wegen der hohen Standortqualität und nicht zuletzt der attraktiven landschaftlichen Reize bei Unternehmen und Haushalten äusserst beliebt bleiben. Mit der Umsetzung der USR III werden wohl einige der bisher privilegiert besteuerten Statusunternehmen ihre Standortwahl neu überdenken müssen. Für ordentlich besteuerte Unternehmen wird die Genferseeregion hingegen an Attraktivität gewinnen. Die Immobilienmärkte werden sich daher auch in Zukunft einer ansehnlichen Nachfrage erfreuen. Die aktuelle Korrekturphase des regionalen Immobilienmarkts ist das Resultat von in der Vergangenheit aufgebauten Ungleichgewichten. Insofern erachten wir die derzeitige Korrekturphase als gesunde Entwicklung, wodurch sich die Preise wieder nachhaltigen Niveaus annähern.

Abb. 7: Preisentwicklung Wohneigentum

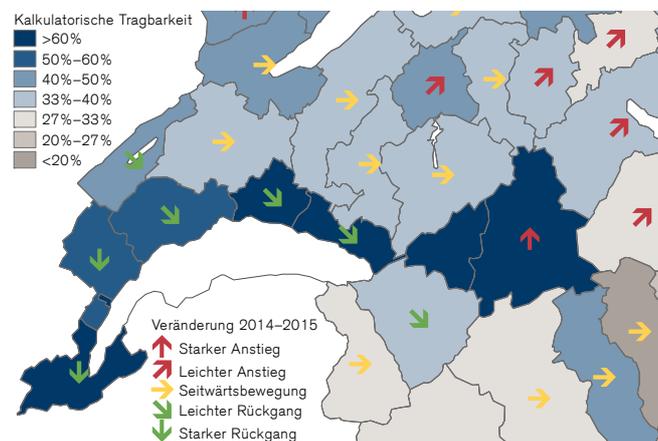
Regionen am Genfersee; hedonische Wohneigentumspreise; Index: Q.1 2000 = 100



Quelle: Wüest & Partner

Abb. 8: Kalkulatorische Tragbarkeit

In % des Einkommens eines Durchschnittshaushalts, mittleres Neubauobjekt; Kosten: 5% Zins, 1% Unterhalt, 80% Belehnung, Amortisation auf 2/3 innert 15 Jahren



Quelle: Credit Suisse, Geostat

Wohneigentum

Nachfrage fokussiert sich auf das einfache Segment

Jahrelang waren die Preise für gehobene Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen preislich am stärksten gewachsen. Mit dem weitgehenden Ausfall bestimmter Nachfragegruppen und den verschärften Eigenkapitalanforderungen hat sich die Situation in den letzten Jahren ins Gegenteil verkehrt. Preisgünstigere Objekte werden derzeit stärker nachgefragt.

Mittleres und vor allem gehobenes Segment unter Druck

Das Preiswachstum im gehobenen und mittleren Eigentumssegment ist seit rund viereinhalb Jahren rückläufig (vgl. Abb. 10). Bei Eigentumswohnungen im mittleren Segment haben die Preise seit Mitte 2011 eine sanfte Landung vollzogen. Eigentumswohnungen im gehobenen Segment verzeichneten hingegen noch bis Anfang 2013 ein sehr hohes Preiswachstum. Im Zuge der regulatorischen Verschärfung der Finanzierung und des Ausbleibens gewisser Nachfragesegmente halbierte sich dieses jedoch zunächst, bevor es im 1. Halbjahr 2015 praktisch ganz zum Erliegen kam. Aktuell sind sogar deutlich sinkende Preise für gehobene Eigentumswohnungen zu beobachten. Im Kanton Genf, in dem die Preise seit 2000 schweizweit am stärksten gestiegen sind, ist die grösste Korrektur zu beobachten. Die Preise für gehobene und mittlere Eigentumswohnungen sind hier im vergangenen Jahr um 10.2% bzw. 6.7% gefallen.

Kombination von Gründen verantwortlich

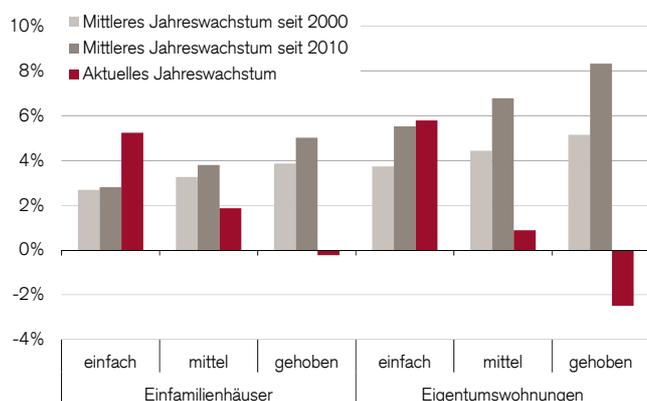
Die sinkenden Wachstumsraten im mittleren und gehobenen Segment haben verschiedene Gründe: Höhere finanzielle Anforderungen wegen der (Selbst-)Regulierung in Kombination mit stark erhöhten Preisniveaus haben den Erwerb teurer Immobilien erschwert. Zudem wurde das Angebot im Hochpreissegment zu stark ausgedehnt. Gleichzeitig sorgte das stockende Wirtschaftswachstum für Verunsicherung, und die Löhne mit Erfolgsanteilen gerieten unter Druck. Auch die jüngst sinkenden Ansiedlungen internationaler Unternehmen haben den Zuzug gut verdienender Ausländer verringert und damit den Absatz teurer Wohnungen gebremst. Der hohe Frankenkurs sowie der erhöhte Fokus der Steuerbehörden auf Vermögende haben schliesslich auch die Nachfrage aus dem Ausland weitgehend einbrechen lassen.

Verlagerung in das einfache Segment

Ungeachtet der verschärften Eigenkapitalforderungen ist der Wunsch nach Wohneigentum dank tiefer Hypothekarzinsen jedoch gross. Deshalb verlagert sich die Nachfrage immer mehr in das einfache Segment. Gesucht sind kleinere Objekte an weniger exklusiven Lagen, in günstigeren Regionen oder mit weniger Umschwung. Anders als im mittleren und gehobenen Preissegment steigen hier die Preise unverändert. Das aktuelle Jahreswachstum einfacher Eigentumsobjekte liegt sogar deutlich über dem mittleren Jahreswachstum seit 2000 (vgl. Abb. 9).

Abb. 9: Wachstum der Eigentumspreise nach Segment

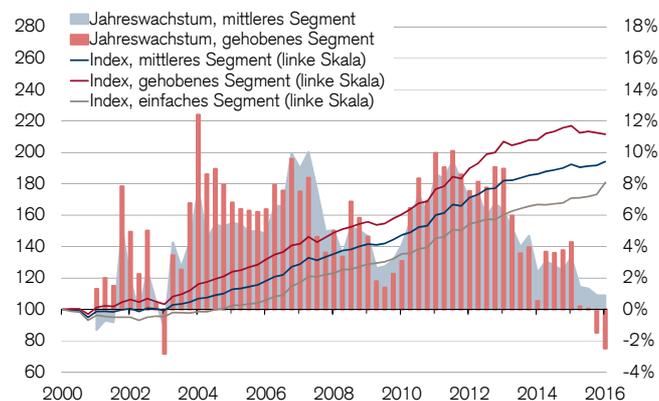
Mittleres und aktuelles jährliches Preiswachstum, hedonische Transaktionspreise



Quelle: Wüest & Partner, Credit Suisse

Abb. 10: Preise Eigentumswohnungen nach Segment

Index: 1. Q 2000 = 100 (linke Skala); Jahreswachstum (rechte Skala)



Quelle: Wüest & Partner, Credit Suisse

Wohneigentum

Ab 2020 sinkt die Nachfrage nach Wohneigentum

Basierend auf altersbedingten Präferenzen für Wohneigentum sowie unter der Annahme konstanter Preise und Zinsen haben wir die Mehrnachfrage nach Wohneigentum bis 2040 geschätzt. Bis 2020 dürfte sich die jährliche Mehrnachfrage ähnlich entwickeln wie zwischen 2012 und 2014 (ca. +21'000). Ab 2020 ist allerdings aufgrund der demografischen Alterung der Gesellschaft mit einer kontinuierlich kleineren Mehrnachfrage zu rechnen. Bereits in den Jahren 2020 bis 2030 dürfte sich die Mehrnachfrage auf 16'000 Einheiten verringern, und von 2030 bis 2040 sogar auf nur noch 9'000. Die Bau- und Immobilienwirtschaft sowie Eigentümer müssen sich damit mittelfristig auf eine spürbar tiefere Wohneigentumsnachfrage einstellen.

Wachstum des Hypothekarvolumens nimmt weiter ab

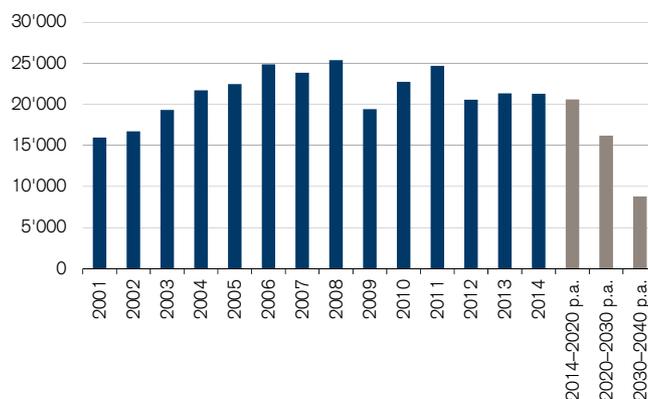
Obwohl die Hypothekarzinsen auf Tiefstniveaus verharren und Wohneigentum nach wie vor attraktiv erscheinen lassen, hat sich das Wachstum des Hypothekarvolumens privater Haushalte erneut abgeschwächt. Zu Jahresbeginn 2016 sank das Jahreswachstum auf 2.9%, was nun deutlich unter dem Mittelwert seit 2000 von 4.5% liegt. Zuletzt wurde Anfang 2000 ein geringeres Wachstum registriert. Die Gründe liegen in den hohen Immobilienpreisen und den regulierungsbedingt verschärften Finanzierungsanforderungen. Dies führt dazu, dass die Tragbarkeit gemäss nachhaltiger Tragbarkeitsrechnung für einen Durchschnittshaushalt in der Schweiz bei Neubauten nicht mehr gegeben ist.

Neubautätigkeit auf dem Weg zur Normalisierung

Die Planung neuer Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser schwächt sich ab. Von Mai 2015 bis April 2016 wurden rund 24'000 Wohneinheiten bewilligt – 15% weniger als im Mittel der letzten fünf Jahre. Gemessen am Eigentumsbestand entspricht dies einer erwarteten Ausweitung von 1.2%. Insgesamt kann daher von einer Normalisierung der in der Vergangenheit überdurchschnittlichen Bautätigkeit gesprochen werden. Der Rückgang der Eigentumsproduktion geht vor allem auf die Hochpreisregionen rund um den Genfer-, Zürich- und Zugersee zurück, ist aber über die gesamte Schweiz breit abgestützt. Einzig in Teilen der Zentralschweiz, ausgewählten Regionen der Ost- und Westschweiz sowie um Biel und Bern ist eine erhöhte Ausweitung zu beobachten.

Abb. 11: Zukünftige Wohneigentumsnachfrage

Jährliche Mehrnachfrage nach Immobilien (Prognose Credit Suisse)



Quelle: Credit Suisse, Bundesamt für Statistik

Abb. 12: Wachstum Hypothekarvolumen Privathaushalte

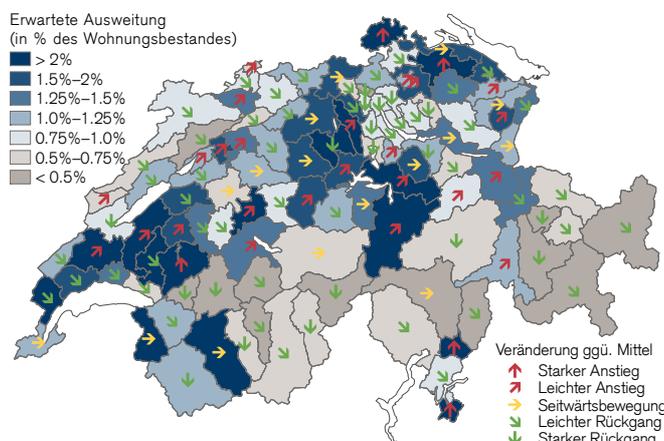
Jahreswachstum der Hypothekarvolumen privater Haushalte, nominal



Quelle: Schweizerische Nationalbank, Credit Suisse

Abb. 13: Erwartete Ausweitung von Wohneigentum

Neubau, 12-Monats-Summe; Pfeile: Veränderung gegenüber 5-Jahres-Mittel



Quelle: Credit Suisse, Baublatt, Geostat

Mietwohnungen

Weitere Senkung des Referenzzinssatzes 2017 wahrscheinlich

Sesshafte Mieter konnten in den vergangenen Jahren mehrmals von Senkungen des Referenzzinssatzes profitieren und ihre Mietzinsbelastung reduzieren. Damit dürfte noch nicht Schluss sein.

Durchschnittszinssatz fällt trotz Abflachung der Zinsentwicklung weiter

Der Referenzzinssatz des Bundesamts für Wohnungswesen, der die Anpassung der Mietpreise in bestehenden Mietverhältnissen bestimmt, ist seit seiner Einführung im Jahr 2008 stetig gesunken (vgl. Abb. 14). Festgelegt wird er auf Grundlage des Durchschnittszinssatzes aller von Banken vergebenen Hypotheken im Inland. Inzwischen ist insbesondere bei den kurzfristigen Fix-Hypotheken und den Libor-Hypotheken kaum mehr Spielraum für weitere Zinssenkungen vorhanden (vgl. Abb. 15). Trotzdem wird der Durchschnittszinssatz noch einige Zeit weiter sinken, denn auslaufende Hypotheken mit fünf oder mehr Jahren Laufzeit können zu massiv günstigeren Konditionen verlängert werden. So liegt heute der Zinssatz einer 5-Jahres-Hypothek um rund 1.4 Prozentpunkte tiefer als vor fünf Jahren; die heute auslaufende 10-Jahres-Hypothek lässt sich gar um rund 3.0 Prozentpunkte günstiger verlängern. Noch höher können die Zinseinsparungen beim Ersatz von Fix-Hypotheken durch Libor-Hypotheken ausfallen.

Nächste und wohl letzte Senkung des Referenzzinssatzes voraussichtlich 2017

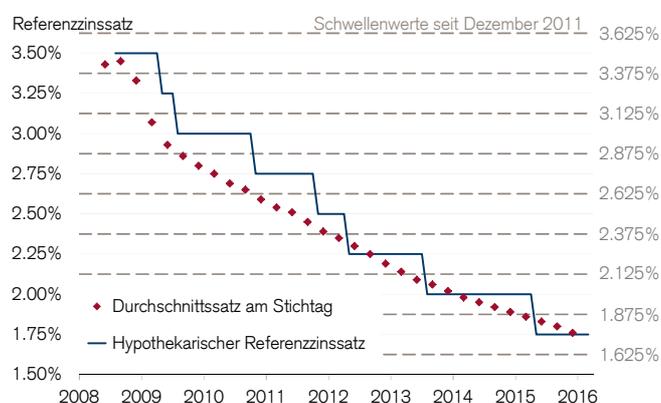
Gleichwohl dürfte bis zur nächsten Senkung des Referenzzinssatzes noch einige Zeit vergehen, muss doch hierfür der Durchschnittszinssatz erst den Schwellenwert von 1.625% unterschreiten. Seit Anfang 2014 ist der hypothekarische Durchschnittszinssatz pro Quartal im Mittel um etwas mehr als 3 Basispunkte gesunken. Bei einer Fortsetzung dieses Trends würde der Referenzzinssatz per Juni 2017 auf 1.5% angepasst. Noch etwas wahrscheinlicher scheint zurzeit eine Anpassung per September 2017, da die Entwicklung des Durchschnittszinssatzes eine leicht abflachende Tendenz zeigt.

Schere zwischen Markt- und Bestandesmieten bleibt vorerst weit geöffnet

Mit der voraussichtlichen Senkung im Jahr 2017 dürfte der Referenzzinssatz den Boden erreichen. Ein Rückgang des Durchschnittszinssatzes unter die Schwelle von 1.375% ist technisch kaum mehr möglich. Gleichzeitig ist ein deutlicher Anstieg erst im Falle einer geldpolitischen Straffung zu erwarten, sodass ein rascher Wiederanstieg des Referenzzinssatzes zurzeit sehr unwahrscheinlich scheint. Die Schere zwischen Markt- und Bestandesmieten, die sich im Laufe der vergangenen Jahre weit geöffnet hat, dürfte sich folglich ohne eine deutliche Korrektur bei den Marktmieten nur sehr langsam schliessen.

Abb. 14: Entwicklung Referenzzinssatz Mietwohnungen

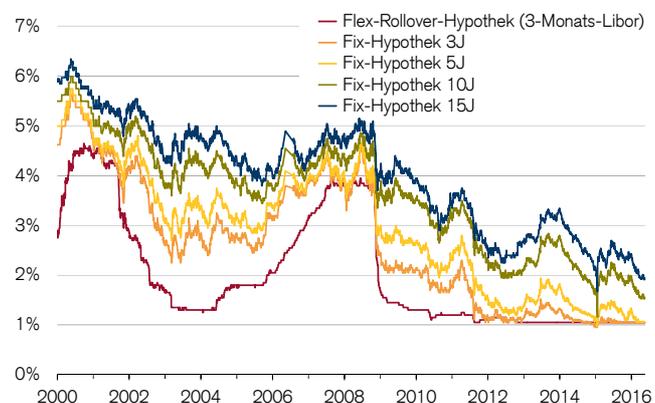
Referenzzinssatz und Durchschnittsatz am Stichtag



Quelle: Bundesamt für Wohnungswesen, Credit Suisse

Abb. 15: Entwicklung Hypothekarzinsen

Zinsen bei Neuabschluss



Quelle: Credit Suisse

Mietwohnungen

Abschwächung der Nettozuwanderung nicht dauerhaft

Die Nettozuwanderung der ausländischen Wohnbevölkerung hat sich im 1. Quartal 2016 weiter abgeschwächt. Im März 2016 lag der Wanderungssaldo (12-Monats-Summe) bei knapp 71'300 Personen, d.h. um rund 15% tiefer als im Vorjahreszeitraum. Dies ist auf eine erhöhte Auswanderung bei gleichzeitig geringerer Zuwanderung zurückzuführen. Weil die Übertritte aus dem Asylwesen wegen des starken Anstiegs der Asylgesuche im weiteren Jahresverlauf zunehmen dürften, wird der derzeitige Abwärtstrend im Wanderungssaldo nicht andauern. Für die Mietwohnungsnachfrage bedeutet dies weniger eine absolute als vielmehr eine qualitative Verschiebung der Nachfrage. Dabei dürfte sich die Nachfrage ins preisgünstige Mietwohnungssegment verlagern.

Kein Ende des Booms im Mietwohnungsbau in Sicht

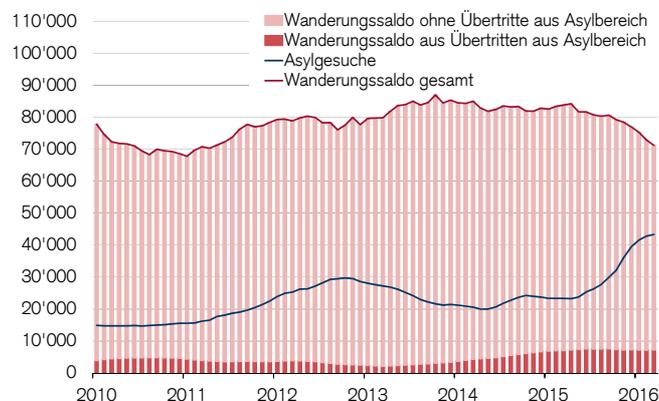
Aufgrund hoher Renditeprämien gegenüber risikoarmen Anleihen bleiben Immobilieninvestitionen – relativ gesehen – äusserst attraktiv. Entsprechend fliesst viel Kapital in den Mietwohnungsmarkt. Ein Ende ist nicht in Sicht: Die Gesuche erreichten von Mai 2015 bis April 2016 mit über 30'500 Mietwohnungen einen neuen Rekordwert. Baubewilligt wurden in den vergangenen 12 Monaten derweil gut 26'700 Wohneinheiten – ein Wert, der noch weiter steigen dürfte. Damit werden sich die sich abzeichnenden Überangebotsrisiken nochmals akzentuieren, weshalb wir von einem erneuten Anstieg der Leerstände im laufenden Jahr ausgehen.

Bauboom dämpft Mietpreiswachstum

Der Bauboom im Mietwohnungsbau lässt die Anzahl leer stehender Mietwohnungen seit 2013 deutlich steigen und dämpft dadurch das Mietpreiswachstum. Seit Ende 2015 bewegt sich das Jahreswachstum der Schweizer Angebotsmieten unter der 1%-Marke. Das durchschnittliche Wachstum seit 2011 belief sich hingegen auf 2% pro Jahr. Der Trend zu einem tieferen Mietpreiswachstum betrifft fast alle Regionen, und die geografischen Unterschiede verringern sich. Für den weiteren Jahresverlauf rechnen wir nur noch mit einem schwachen Mietpreiswachstum. In teuren Regionen und bei Wohnungen mit hohem Ausbaustandard sind bei den Angebotsmieten sogar leicht negative Werte zu erwarten.

Abb. 16: Wanderungssaldo der ständigen ausländischen Wohnbevölkerung und Anzahl Asylgesuche

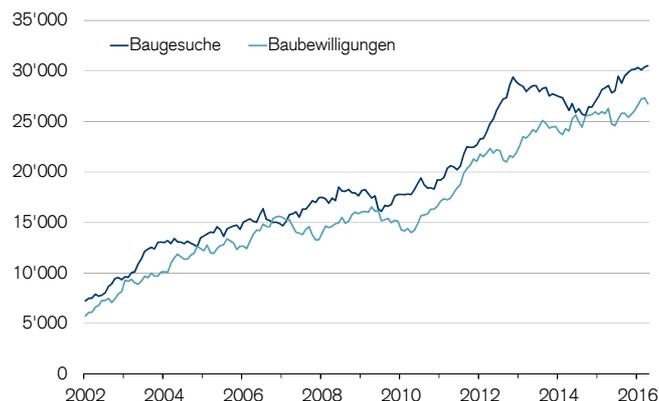
Wanderungssaldo ohne Registerkorrekturen, 12-Monats-Summe



Quelle: Staatssekretariat für Migration, Credit Suisse

Abb. 17: Projektierung Mietwohnungsneubau

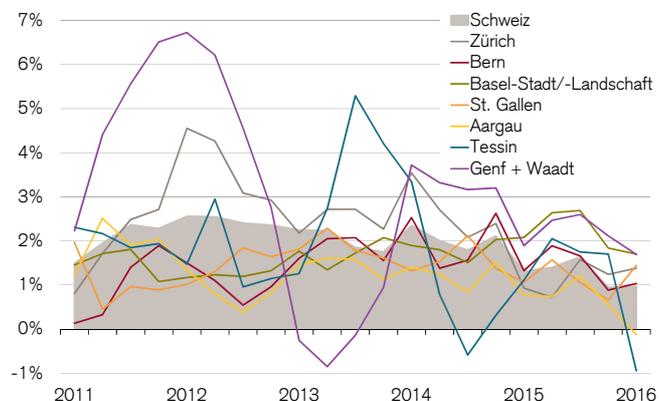
Baugesuche und Baubewilligungen Neubau, Anzahl Mietwohnungen, 12-Monats-Summe



Quelle: Credit Suisse, Baublatt

Abb. 18: Entwicklung der Angebotsmieten

Ausgewählte Kantone, Jahreswachstum (nominal), qualitätsbereinigt



Quelle: Homegate

Kommerzielle Immobilien

Büroflächen: Ausweitung in Anbetracht der Ungleichgewichte zu hoch

Auch in den Büroflächenmarkt fliesst weiterhin viel Kapital. Die Gesuche und Bewilligungen haben sich zwar gegenüber den Höchstständen der Jahre 2011/2012 abgeschwächt, bleiben aber über dem Mittelwert seit 1995. Die Bausumme der bewilligten Büroflächen lag im April 2016 bei knapp CHF 2100 Mio., jene der Gesuche bei nahezu CHF 2600 Mio. – so viel wie nur in wenigen Perioden der letzten 20 Jahre. Aktuell werden wieder mehr Projekte in den fünf Gross- und sechs grössten Mittelzentren der Schweiz geplant. Da sich das Beschäftigungswachstum in den Bürobranchen abschwächt, ist die geplante Ausweitung zu hoch, um eine Trendwende beim bereits bestehenden Überangebot zu bewirken.

Verkaufsflächen: Nachfrage durch Onlinehandel und schwierige Ertragslage zurückgebunden

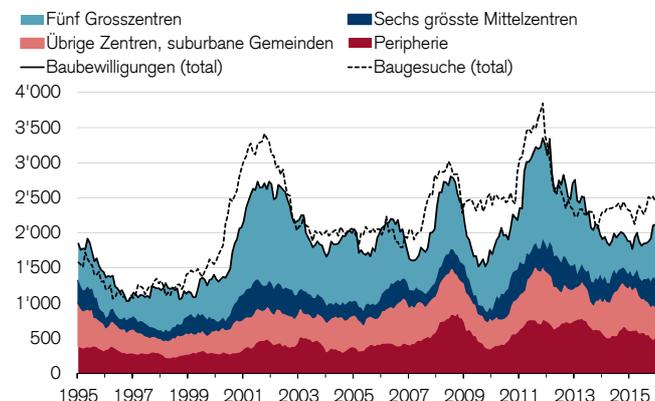
Die Geschäftslage im Detailhandel ist schlecht. Ein gefährlicher Cocktail aus starkem Franken und Onlinehandel bremst viele Händler aus und drückt auf die Ertragslage. Dies ist der Detailhandelsbefragung der KOF zu entnehmen, gemäss der sich die Ertragslage der Detailhändler im 1. Quartal 2016 wieder verschlechtert hat – eine Entwicklung, die bereits seit Jahren anhält. Dabei beklagten sich Händler aller Unternehmensgrössen über eine Verschlechterung. Die resultierende Flächennachfrage fällt entsprechend sehr gering aus. Die grössten Nachfrageimpulse dürften sich aufgrund des anhaltend robusten Bevölkerungswachstums im Bereich der Nahversorgung (Food-/Near-Food) einstellen.

Verkaufsflächen: Harzige Vermarktung trotz vorsichtiger Investitionstätigkeit

Die Planung neuer Verkaufsflächen hat sich zwar von ihrem Tiefstand verabschiedet, sie verharrt aber auf unterdurchschnittlichem Niveau. Im April summierten sich die baubewilligten Verkaufsflächen der vergangenen 12 Monate auf CHF 515 Mio., die Gesuche auf CHF 625 Mio. Beide Werte liegen um rund 25%–30% unter dem Mittelwert seit 1995. Trotz des Anlagenotstands aufgrund der tiefen Zinsen fallen die Investitionen in den Verkaufsflächenmarkt bescheiden aus. Angesichts der problematischen Nachfragesituation dürfte die bereits schwierige Flächenvermarktung andauern. Wir rechnen folglich mit einem anhaltend hohen Angebot an Bestandesflächen und abermals steigenden Leerständen.

Abb. 19: Projektierung neuer Büroflächen

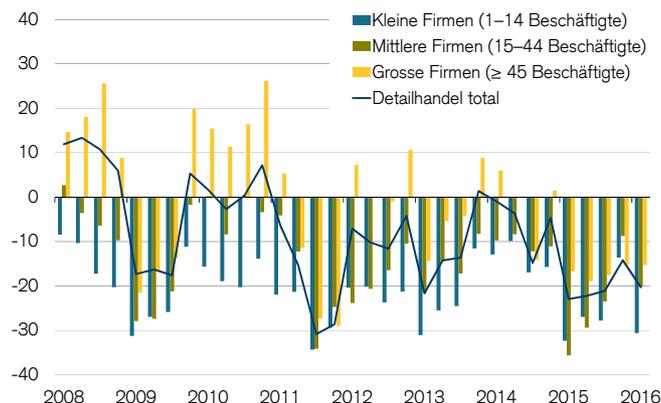
Bewilligungen nach Aggregaten, Baugesuche (total) in CHF Mio. Bausumme, Neubau, 12-Monats-Summe



Quelle: Baublatt, Credit Suisse

Abb. 20: Ertragslage der Detailhändler

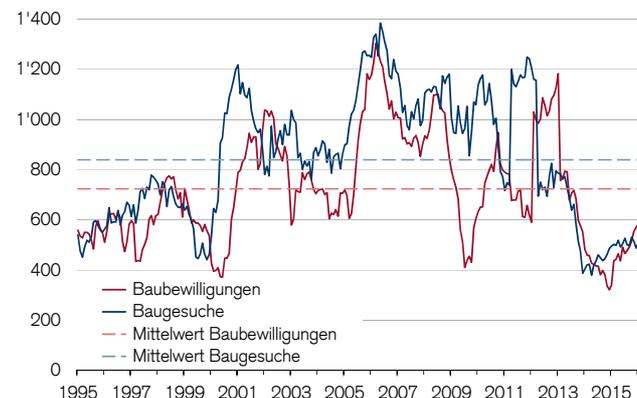
Saldo des Anteils der positiven (= verbessert) und negativen (= verschlechtert) Antworten zur Ertragslage



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF)

Abb. 21: Projektierung neuer Verkaufsflächen

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



Quelle: Credit Suisse, Baublatt

Indirekte Immobilienanlagen

Kaum noch Kursfantasien für Schweizer Immobilienaktien

Die starke Performance der Schweizer Immobilienaktien im Vergleich zum globalen Immobilien-Benchmark im bisherigen Jahresverlauf steht nicht in Einklang mit der schleichenden Eintrübung der fundamentalen Kennziffern für die kommerziellen Immobilienmärkte in der Schweiz.

Schweizer Immobiliengesellschaften auf kommerziellen Sektor konzentriert

Schweizer Immobiliengesellschaften sind schwergewichtig in der Vermietung von Büro- und Verkaufsflächen tätig. Wohnnutzungsanteile im Portfolio von mehr als 20% sind die Ausnahme. Die Ertragsaussichten auf den kommerziellen Immobilienmärkten sind allerdings eingetrübt. Beide Hauptsegmente befinden sich in einem Abschwung, der von steigenden Leerständen (vgl. Abb. 22) und sinkenden Mietpreisen gekennzeichnet ist. Bisher haben die Fokussierung auf ausgezeichnete Lagequalitäten, ertragreiche Projektentwicklungen und kontinuierlich rückläufige Zinsen den Einfluss sinkender Ertragspotenziale im Bestandsgeschäft in den Hintergrund gedrängt.

Eingetrübte Situation auf den Büroflächenmärkten

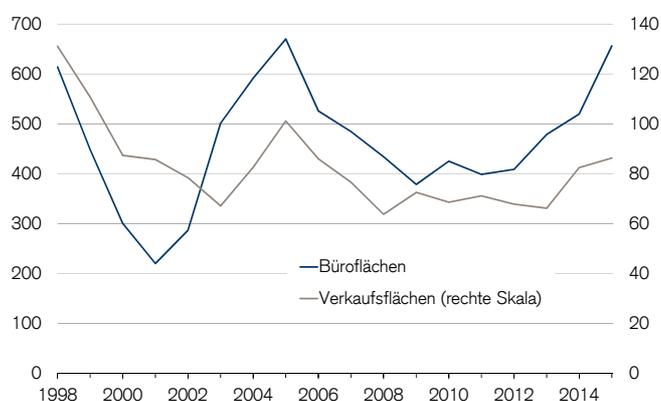
Obwohl die Nachfrage nach Büroflächen aus mehreren Gründen schwächelt, werden immer noch vergleichsweise viele Neubauten geplant. Leidtragende sind in die Jahre gekommene Bestandsobjekte, die hinsichtlich Flexibilität und Erschliessung zu wünschen übrig lassen. Das Flächenangebot ist daher vor allem in den Grosszentren markant gestiegen. Zwischen 3.9% (Bern) und 8.6% (Genf) der vorhandenen Büroflächen waren Ende 2015 auf den Online-Plattformen zur Vermietung ausgeschrieben. Der Anstieg der Angebotsquote in den grossen Büromärkten ist zwar zum Stillstand gekommen, wir rechnen aber nicht mit einer Trendwende, sondern nur mit einem Marschhalt. Unseres Erachtens ist es verfrüht, von einer Bodenbildung auszugehen, und wir rechnen damit, dass die problematische Marktsituation noch einige Quartale Bestand haben wird.

Paralysierter Verkaufsflächenmarkt

Nicht weniger anspruchsvoll ist die Situation auf dem Verkaufsflächenmarkt. Die offiziellen Leerstände beschönigen das Bild. Die Vermieter müssen den Mietern derzeit umfangreiche Zugeständnisse machen, um freie Flächen wieder zu vermieten oder auch nur bestehende Mieter zu halten. Die Nachfrage ist abgesehen vom Food-Segment paralysiert. Die Anbieter versuchen, Antworten auf das sich verändernde Konsumverhalten zu finden, das eng mit der Frankenstärke und dem Online-Shopping zusammenhängt. Jüngste Geschäftsaufgaben im Bekleidungs- und Schuhdetailhandel lassen vermuten, dass der Umbruch erst begonnen hat.

Abb. 22: Leerstände Büro- und Verkaufsflächen

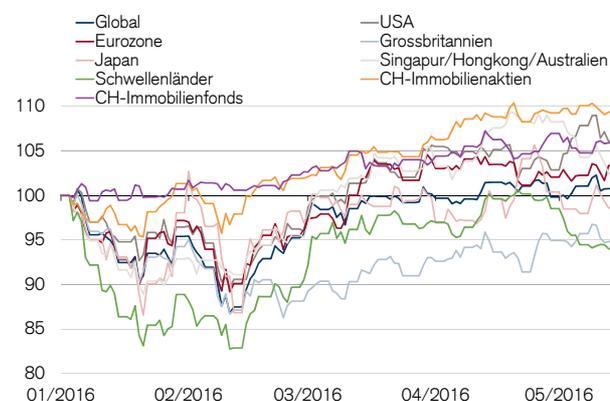
Leer stehende Büroflächen und Verkaufsflächen in 1000 m²



Quelle: Diverse kantonale statistische Ämter

Abb. 23: Performance von Immobilienaktien

Total Return, Index: 01.01.2016 = 100



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: Bloomberg, Datastream, Credit Suisse/IDC

Solide Geschäftskennzahlen schwierig zu überbieten

Die Geschäftsabschlüsse der Schweizer Immobiliengesellschaften, die gegen Ende des 1. Quartals präsentiert wurden, waren sehr solide. Die guten Gewinnzahlen waren jedoch auch von Neubewertungsgewinnen geprägt (vgl. Abb. 24). Die Einführung von Negativzinsen löste im letzten Jahr einen weiteren Zinsrutsch aus, was sich spiegelbildlich in tieferen Diskontierungssätzen niederschlug. Eine erneute Reduktion der Diskontierungssätze im selben Umfang halten wir im laufenden Jahr für wenig wahrscheinlich. Weder im 3- noch im 12-Monats-Horizont erwarten wir tiefere Renditen von Schweizer Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten. Entsprechend erachten wir es als schwierig, die guten Geschäftsabschlüsse des Jahres 2015 im laufenden Jahr zu überbieten und die hohen Erwartungen im laufenden Jahr zu erfüllen.

Hohe Bewertungen stellen ein Risiko dar

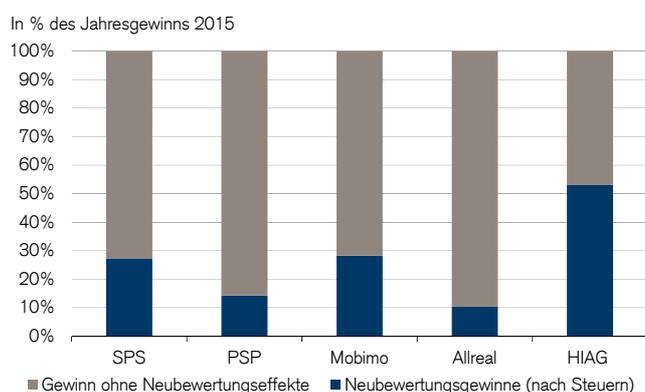
Trotz der schleichenden Eintrübung der fundamentalen Marktkennziffern und der schwierig zu übertreffenden Einmaleffekte des vergangenen Jahres haben die Schweizer Immobilienaktien im bisherigen Jahresverlauf eine ausgezeichnete Kursperformance an den Tag gelegt (vgl. Abb. 23). Per Mitte Mai 2015 haben die Schweizer Titel im Schnitt sowohl den globalen Immobilienaktien-Benchmark als auch alle einzelnen regionalen Immobilienindizes geschlagen. Die hohe Bewertung der Schweizer Immobilienaktien weckt indes allmählich Bedenken. Die durchschnittliche Prämie zum Nettoinventarwert (Net Asset Value, NAV) liegt über dem langfristigen Mittel und nahe bei kritischen Niveaus, die historisch nicht allzu lange Bestand hatten (vgl. Abb. 25). Die aktuelle durchschnittliche Dividendenrendite von 4.0% scheint zudem im historischen Vergleich relativ niedrig. Insgesamt zeichnen die verschiedenen Bewertungskennzahlen kein allzu überzeugendes Bild für eine Fortsetzung der bisherigen Performance.

Bessere Aussichten für Immobilienfonds

Weil die Situation auf dem Schweizer Wohnungsmarkt zwar auch nicht mehr wolkenlos, aber doch vielversprechender ist als im Geschäftsflächensektor, erachten wir die Chancen der Immobilienfonds auf eine bessere relative Performance im restlichen Jahresverlauf als gut. Obwohl die Zuwanderung kaufkräftiger Haushalte rückläufig ist, sind die absoluten Wanderungssaldos noch immer beeindruckend. Dies stützt insbesondere das Ertragswachstum der stärker auf die Wohnnutzung ausgerichteten Immobilienfonds. Wir gehen davon aus, dass die Schweizer Immobilienaktien ihren Performancevorsprung gegenüber den Schweizer Immobilienfonds, der sich im bisherigen Jahresverlauf auf mehr als 3 Prozentpunkte kumuliert hat, nicht werden halten können.

Abb. 24: Anteil der Neubewertungen am Betriebsgewinn

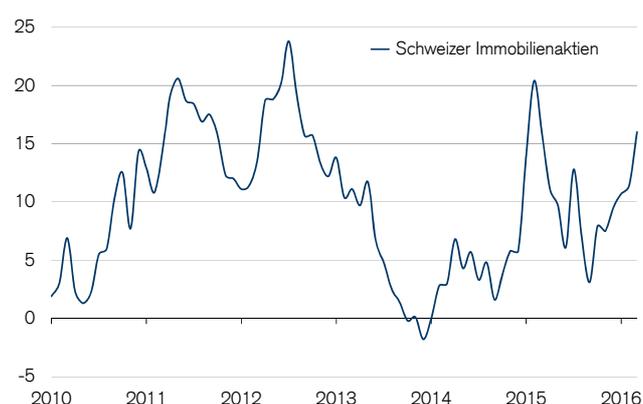
Anteil der Neubewertungseffekte am Betriebsgewinn ausgewählter Gesellschaften



Quelle: Geschäftsberichte, Credit Suisse

Abb. 25: Prämien der Schweizer Immobilienaktien

Durchschnittliche Prämie/Abschlag gegenüber Nettoinventarwert (NAV) in %



Quelle: Credit Suisse/IDC

Risikowarnung

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

Informationen zu den mit Anlagen in die hierin behandelten Wertpapiere verbundenen Risiken finden Sie unter folgender Adresse:

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

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

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 Maklergeschäfte entsprechen den zwischen der CS und dem Anleger vereinbarten Sätzen. Bei Transaktionen, die als Abkommen zwischen selbstständigen Händlern/Kommitenten (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 ausserbörslicher (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 handelsvorbereitende 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 von strukturierten Wertpapieren wird durch wirtschaftliche, finanzielle und politische Faktoren beeinflusst (insbesondere Spot- und Forward-Zinsen sowie Wechselkurse), ebenso durch Faktoren wie Laufzeit, Marktkonditionen, Volatilität oder Bonität des Emittenten bzw. von 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 erhöhter Volatilität können starken Wertschwankungen unterliegen, die zu Verlusten bei einer Realisierung der betreffenden Anlage führen können. 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, und gegebenenfalls wird 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 Relationship Manager.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für eine zukünftige Wertentwicklung. 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. 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 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 Schuldern, 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 Private Banking & 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.

Artikelbeiträge 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 Marktereignissen 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 Research-Berichte nach eigenem Ermessen. Dabei bezieht sie sich auf Entwicklungen in den analysierten Unternehmen, im Sektor oder Markt, die für die im 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

Weitere Informationen finden Sie im Dokument «Unabhängigkeit der Finanzanalyse» unter folgender Adresse: 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 vorliegend 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>

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 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 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 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 Beratungs- oder Anlagendienstleistungen 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 Steuerstände und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. **QUELLEN:** Die in diesem Bericht enthaltenen Informa-

tionen 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. **Dubai:** Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG, Dubai 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 des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited («Credit Suisse India», CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India (SEBI) unter den SEBI-Registrierungsnummern INB230970637, INF230970637, INB010970631, INF010970631 und INP000002478 sowie der folgenden Geschäftsadresse: 9th Floor, Ceejay House, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai 400 018, Indien, Tel. +91-22 6777 3777, beaufsichtigt wird. **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 Anleger-

typ 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. **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, Singapur Branch, auch an ausländische Anleger (gemäss Definition in den Financial Advisers Regulations) verteilt. Die Credit Suisse AG, Singapur 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, Singapur Branch, unter +65-6212-2000. In Bezug auf Finanzberatungsdienstleistungen, die Sie von der Credit Suisse AG, Singapur Branch, erhalten, entbindet Ihr Status als institutioneller Anleger, zugelassener Anleger, erfahrener Anleger oder ausländischer Anleger die Credit Suisse AG, Singapur 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, Bangrak, Bangkok, Tel. 0-2614-6000, eingetragen ist. **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 © 2016 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

16C030A_R

Weitere Publikationen von Credit Suisse Economic Research



Bauindex Schweiz 2. Quartal 2016

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

Erschienen am 30. Mai 2016



Die Region Jura Südfuss Struktur und Perspektiven

Die Region Jura Südfuss ist mit Herausforderungen konfrontiert, die sich aus der geografischen Lage und der Wirtschaftsstruktur ergeben. Die Regionalstudie fokussiert auf die wirtschaftlichen Perspektiven der Region.

Erschienen am 30. Mai 2016



Monitor Schweiz 2. Quartal 2016

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

12. Juni 2016



Unternehmensnachfolge in der Praxis

In der Neuauflage der Studie zur Unternehmensnachfolge aus dem Jahr 2013 untersuchen wir, wie Schweizer KMU die Nachfolgeregelung handhaben. Die Studie basiert auf einer grossangelegten Umfrage, an der über 1200 KMU teilnahmen.

22. Juni 2016



Branchenmonitor Schweiz 1. Quartal 2016

Der Branchenmonitor beschreibt quartalsweise die aktuelle Situation und den konjunkturellen Ausblick der wichtigsten Schweizer Branchen.

29. Juni 2016



Global Real Estate Monitor 3. Quartal 2016

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.

Juli 2016

Der nächste Immobilienmonitor Schweiz erscheint am 29. September 2016.

Abonnieren Sie unsere Publikationen direkt bei Ihrem Kundenberater.



Auf einem soliden
Fundament lässt sich
Grosses erreichen.

Seit 1938 schätzen Kunden rund um den Globus die Expertise unseres Real Estate Investment Managements. Profitieren auch Sie vom umfassenden Immobilien-Know-how. Unsere Angebotspalette bedient sowohl Kleinanleger wie auch institutionelle Investoren und überzeugt mit einem nachprüfbar guten Leistungsausweis.

credit-suisse.com/ch/realstate