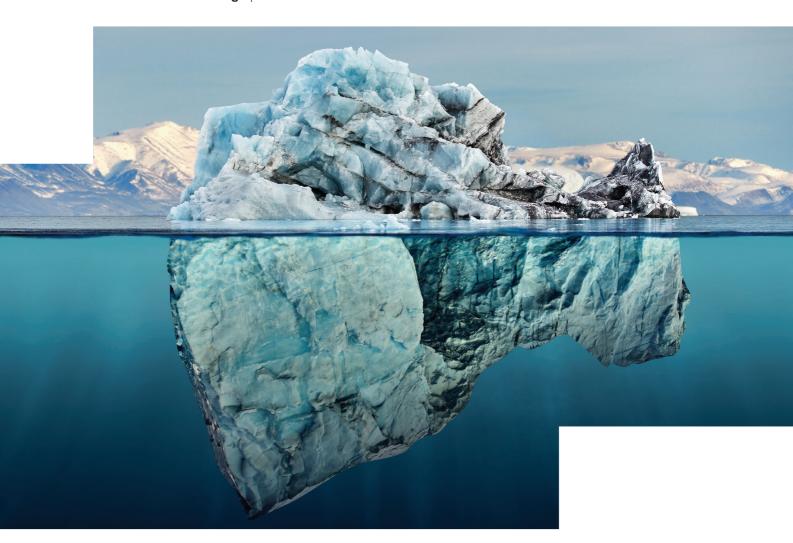


Zweite Säule: Wachsendes Gefälle zwischen den Generationen

Berufliche Altersvorsorge | Oktober 2019



Demografischer Einfluss auf die Anlagestrategie **Abnehmende Risikofähigkeit** Altersrenten im Generationenvergleich Renten künftiger Generationen sinken markant

Wachsende Vorsorgelücken Kompensationsmassnahmen zum Erhalt des Leistungsniveaus

Seite 15

Seite 20

Impressum

Herausgeber: Credit Suisse AG, Investment Solutions & Products

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

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

Redaktionsschluss

3. September 2019

Bestellungen

Elektronische Exemplare über www.credit-suisse.com/pensionskassenstudie.

Copyright

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

Autoren

Dr. Jan Schüpbach +41 44 333 77 36 jan.schuepbach@credit-suisse.com

Livio Fischbach, CFA (Pension Funds & Corporate Investors) +41 44 332 32 43 livio.fischbach@credit-suisse.com

Mitwirkung

Stefan Simmen Tomasz Limberger Christine Mumenthaler Liebe Leserinnen und Leser

Die Schweizerinnen und Schweizer sorgen sich zunehmend um ihre Rente. Im Credit Suisse Sorgenbarometer 2018 steht die AHV/Altersvorsorge an erster Stelle: 45% der Befragten bezeichnen dies als grösste Sorge und ordnen der Rentensicherung oberste Priorität zu. Neu steht die Altersvorsorge nun auch beim Jugendbarometer zuoberst auf der Liste. Gerade unter denjenigen, die erst in den kommenden Jahrzehnten in den Ruhestand gehen werden, macht sich grosse Ernüchterung breit. Und dies aus gutem Grund.

Die AHV, die erste Säule des Schweizer Altersvorsorgesystems, gibt bereits heute mehr aus, als sie einnimmt. Und mit der Pensionierung der Babyboomer wird sich das Problem weiter verschärfen. Die kürzlich vom Bundesrat verabschiedete Botschaft zur AHV 21 möchte die Finanzierung des Sozialwerks bis 2030 insbesondere durch eine Erhöhung der Mehrwertsteuer um 0.7 Prozentpunkte sicherstellen. Bereits im Bundesgesetz über die Steuerreform und die AHV-Finanzierung (STAF) wurde eine Erhöhung der AHV-Beiträge um 0.3 Prozentpunkte beschlossen. Vor einer generellen Erhöhung des Rentenalters schreckt jedoch die Politik trotz der deutlich höheren Lebenserwartung weiterhin zurück. Vorerst ist lediglich eine Harmonisierung des Rentenalters bei 65 Jahren für Frauen und Männer vorgesehen.

Die so zentrale Stellschraube Rentenalter bleibt bislang auch in der zweiten Säule unangetastet. Das System der Schweizer Altersvorsorge verkennt also den demografischen Wandel, was steigende Ungleichgewichte zwischen den Generationen zur Folge hat. Wir zeigen mit unserem Rentenvergleich über vier Generationen von Erwerbstätigen und für unterschiedliche Einkommen, dass die Renten künftiger Generationen im Vergleich zu heutigen Rentnern markant tiefer ausfallen dürften. Zum einen profitierten heutige Rentner von Jahrzehnten hoher Renditen und, aus gegenwärtiger Sicht, von versicherungstechnisch zu hohen Umwandlungssätzen. Der Vermögensaufbau heutiger Erwerbstätiger wird hingegen durch das Tiefzinsumfeld deutlich gebremst. Zudem muss ein Teil der Rendite dazu verwendet werden, die überhöhten Rentenversprechen an die Pensionierten zu finanzieren. Schliesslich sinken die Umwandlungssätze im überobligatorischen Bereich inzwischen auf breiter Front - ein Trend, der sich auch in den kommenden Jahren fortsetzen dürfte. Zum Erhalt des Leistungsniveaus muss das System der Altersvorsorge dringend reformiert und dessen Nachhaltigkeit langfristig gesichert werden. Wir zeigen, welche Reformmassnahmen wirkungsvoll wären, aber auch, wie heutige Erwerbstätige bereits jetzt ihre Rentensituation verbessern können.

Im ersten Teil der vorliegenden Studie analysieren wir die zentralen Herausforderungen in der zweiten Säule aus der Perspektive der Pensionskassen. Ein spezieller Fokus liegt auf den Auswirkungen der demografischen Entwicklung auf die Anlagestrategien der Vorsorgeeinrichtungen. Der zunehmende Anteil der Rentner in den Pensionskassen wird sich tendenziell negativ auf deren Risikofähigkeit auswirken. Dennoch sollten auch in Zukunft risikoreichere Anlagen wie Aktien ein beträchtlicher Bestandteil der Anlagestrategie bleiben, um den so wichtigen Beitrag des «dritten Beitragszahlers» erbringen zu können.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Beat Zeller

Leiter Pension Funds & Corporate Investors

Credit Suisse (Schweiz) AG

Oliver Adler

Chefökonom Schweiz Credit Suisse AG

Pliver Adler

Inhalt

EDITORIAL	3
MANAGEMENT SUMMARY	5
1. ZENTRALE HERAUSFORDERUNGEN IN DER ZWEITEN SÄULE	6
Babyboomer und tiefe Zinsen: Pensionskassen sind gefordert	6
2. DEMOGRAFISCHER EINFLUSS AUF DIE ANLAGESTRATEGIE	11
Abnehmende Risikofähigkeit: Dritter Beitragszahler wird zur Herausforderung	11
3. ALTERSRENTEN IM GENERATIONENVERGLEICH	15
Renten künftiger Generationen sinken markant	15
4. WACHSENDE VORSORGELÜCKEN	20
Kompensationsmassnahmen zum Erhalt des Leistungsniveaus	20
GLOSSAR	26

Management Summary

Babyboomer und tiefe Zinsen fordern Pensionskassen

(S. 6 - 10)

Sinkende Risikofähigkeit in Konflikt mit drittem Beitragszahler (S. 11 – 14)

Renten künftiger Generationen sinken markant

(S. 15 - 19)

Erhalt des Leistungsniveaus erfordert Reformen (S. 20 – 25)

Bestehende Massnahmen zur Verbesserung der Rentensituation (S. 20 – 25) Das System der beruflichen Vorsorge steht aktuell vor zwei grossen Herausforderungen. Zum einen ist die Lebenserwartung in den letzten Jahrzehnten in der Schweiz deutlich angestiegen. Zum anderen bereitet das Tiefzinsumfeld der im Kapitaldeckungsverfahren finanzierten beruflichen Vorsorge seit Jahren Sorgen: Zwischen 1987 und 2000 betrug der Renditebeitrag am Vorsorgevermögen durchschnittlich 46%, während die Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträge (Altersgutschriften) die restlichen 54% ausmachten. Von 2000 bis 2017 lag der Anteil des «dritten Beitragszahlers» noch bei 26%. Auch in näherer Zukunft dürfte es schwierig bleiben, höhere Renditen zu erzielen: Zusätzlich zum Tiefzinsumfeld führt die steigende Anzahl Rentner dazu, dass die Anlageprofile der Pensionskassen in der Tendenz defensiver ausfallen werden.

Unsere Projektionen bis ins Jahr 2065 ergeben, dass die erwartete Bevölkerungsentwicklung die Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtungen reduzieren wird. Während heute rund 45% des Vorsorgekapitals (aktive Versicherte und Rentner) den Rentnern zukommt, sind es 2045 voraussichtlich bereits 57%. Auch die Geldflüsse ändern sich: Über den gesamten Pensionskassenmarkt gesehen ist der Netto-Geldfluss heute noch positiv. Ab schätzungsweise 2043 kehrt er leicht ins Negative. Schliesslich nimmt durch den sinkenden Anteil aktiver Versicherter auch die Sanierungsfähigkeit vieler Pensionskassen ab. Trotz sinkender Risikofähigkeit zeigt sich in den Projektionen aber auch, dass die Auswirkungen für die meisten Pensionskassen zu bewältigen sind. Renditestarke Anlageklassen wie Aktien können auch in Zukunft einen ähnlich grossen Bestandteil in der Anlagestrategie einnehmen wie heute.

Der Generationenvergleich zeigt: Ohne Gegenmassnahmen verschlechtert sich die Rentensituation in Zukunft deutlich. Die Ersatzquoten, d.h. die Rentenbezüge aus der ersten und zweiten Säule im Verhältnis zum letzten Einkommen, sinken für Personen im mittleren Einkommenssegment von geschätzt 57% im Jahr 2010 auf rund 45% ab 2025. Im tieferen Einkommenssegment sinken die Ersatzquoten ohne Gegenmassnahmen um 5 bis 8 Prozentpunkte, weil hier die Renten aus der zweiten Säule im Vergleich zur AHV einen geringeren Anteil ausmachen und der Mindestumwandlungssatz stabilisierend wirkt. Bei den höheren Einkommen machen die Renten der beruflichen Vorsorge hingegen den Grossteil des Einkommens im Alter aus. Entsprechend markant gehen darum auch die Ersatzquoten von 51% bei Pensionierung im Jahre 2010 auf 37% im Jahr 2025 zurück. Für die im Jahr 2061 Pensionierten ergibt sich eine noch leicht geringere Ersatzquote. Auch kaufkraftbereinigt dürften die Renten für künftige Generationen deutlich tiefer ausfallen: Unter Annahme einer auch in Zukunft sehr geringen Inflation von rund 0.5% sinken sie bei den mittleren und höheren Einkommen gegenüber den 2010 pensionierten Versicherten um 15% bis 29%.

Zur Sicherstellung eines gewohnten Lebensstandards für künftige Rentner ist ein Paket verschiedener Massnahmen nötig. Die aktuellen Reformvorschläge zur zweiten Säule zielen einerseits auf die überfällige Reduktion des Mindestumwandlungssatzes ab. Andererseits käme es zu einem leichten Anstieg der Altersbeiträge über eine Erhöhung der Beitragssätze beziehungsweise eine Reduktion des Koordinationsabzugs. Die Analyse der einzelnen Massnahmen zeigt aber, dass zur langfristigen Sicherung der beruflichen Vorsorge auch beim Rentenalter angesetzt werden muss. Dadurch würde auch die Umverteilung von Jung zu Alt reduziert und der Generationenvertrag gestärkt

Zukünftigen Rentnern stehen aber bereits heute verschiedene Massnahmen zur Verfügung, um ihren Ruhestand zu sichern. Je nach Arbeitgeber können freiwillig höhere Sparbeiträge geleistet und über das Rentenalter hinaus gearbeitet werden. Die private Vorsorge wird weiter an Bedeutung gewinnen, dank derer Rentner den gewohnten Lebensstandard fortführen können. Je nach Risikoprofil können durch die Nutzung von Wertschriftenlösungen die Renditechancen in der Säule 3a und gegebenenfalls in 1e-Vorsorgeplänen gesteigert werden. Denn Renditedifferenzen beeinflussen den Vermögensaufbau entscheidend. Hier sind aber auch die Pensionskassen gefordert, mit der Festlegung ihrer Anlagestrategie die Renditemöglichkeiten an den Kapitalmärkten bestmöglich auszunutzen.

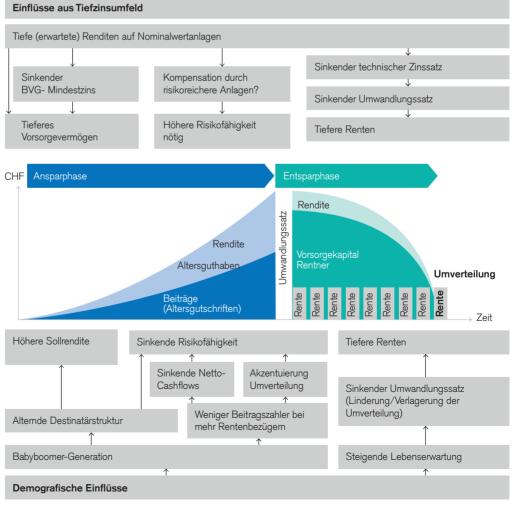
Babyboomer und tiefe Zinsen: Pensionskassen sind gefordert

Die berufliche Vorsorge steht aktuell vor zwei grossen Herausforderungen: Die demografische Entwicklung und die tiefen Zinsen. Beide beeinflussen die zweite Säule und das ihr zugrundeliegende Kapitaldeckungsverfahren wesentlich. Betroffen sind sowohl die Ansparphase während des Erwerbslebens als auch die Entsparphase ab der Pensionierung. Die Ersparnisse müssen länger ausreichen bei weniger Rendite. Diese Herausforderungen werden durch sich ändernde Anlageprofile der Pensionskassen zudem noch anspruchsvoller.

Vielschichtige Auswirkungen von Demografie und Tiefzinsumfeld Die demografische Alterung und das aktuelle Tiefzinsumfeld stellen derzeit das System der beruflichen Vorsorge vor grosse Herausforderungen. Diese beiden Herausforderungen wirken sich über verschiedene Kanäle auf das System der zweiten Säule aus. Die folgende Abbildung fasst die Einflüsse von Demografie und Tiefzinsumfeld zusammen. Die Schlüsselbegriffe aus der Abbildung sind in den folgenden Erläuterungen jeweils *kursiv* dargestellt, um den Bezug des Textes zur Abbildung zu erleichtern.

Einflüsse der demografischen Entwicklung und des Tiefzinsumfelds auf die zweite Säule

Ansparphase, Umwandlungssatz und Entsparphase werden vielschichtig beeinflusst



Quelle: Credit Suisse

«Schweizer» Kapitaldeckungsverfahren mit regulatorischen Eigenheiten Um diese oftmals zusammenhängenden Effekte möglichst umfassend zu verstehen, ist es hilfreich, das Kapitaldeckungsverfahren der beruflichen Vorsorge genauer zu betrachten. Das Kapitaldeckungsverfahren sieht vor, dass jeder Versicherte während seines Berufslebens für sich selbst spart. Die von Arbeitnehmern und Arbeitgebern geleisteten *Altersgutschriften* fliessen ins *Altersguthaben*, das von den Pensionskassen an den Kapitalmärkten, zum Beispiel in Aktien oder Anleihen investiert wird. Die erzielte Rendite trägt einen beträchtlichen Teil zur späteren Rente bei. Eine Eigenheit der schweizerischen zweiten Säule in der *Ansparphase* ist, dass mit dem *BVG-Mindestzinssatz* eine Mindestverzinsung für das *Altersguthaben* im Obligatorium garantiert wird (aktuell 1% p.a.). Damit wird ein Teil des Ansparrisikos von den Versicherten auf die Kasse übertragen.

Mit der Pensionierung endet die *Ansparphase*, und es beginnt die *Entsparphase*. Das angesparte Altersguthaben wird entweder als Kapital ausbezahlt, mit einem *Umwandlungssatz* in eine *Rente* umgewandelt oder es wird eine Mischform gewählt. Der Barwert der zukünftigen Rentenzahlungen entspricht einer Verpflichtung der Pensionskasse, die sie in der Bilanz als *Vorsorgekapital* aufführt. Eine weitere Besonderheit des schweizerischen Kapitaldeckungsverfahren ist der Mindestumwandlungssatz, der im Obligatorium gesetzlich festgelegt ist (aktuell 6.8%, von 1985 bis 2003 noch 7.2%). Im Überobligatorium kann der Umwandlungssatz von den Pensionskassen frei bestimmt werden. Erhalten die Rentner im Durchschnitt aufgrund zu hoher Umwandlungssätze mehr, als sie angespart haben, findet eine Umverteilung zu Lasten der Pensionskasse und somit der aktiven Versicherten statt.

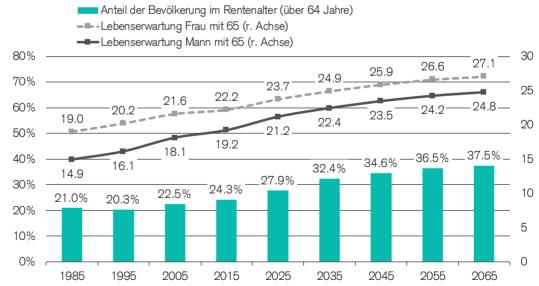
Demografische Einflüsse

Steigende Lebenserwartung führt zu tieferen Renten Seit Bestehen der obligatorischen beruflichen Vorsorge 1985 hat die Lebenserwartung im Alter laufend zugenommen: Per Ende 2018 stieg sie für 65-jährige Männer um 5 Jahre und für 65-jährige Frauen um 3.7 Jahre. Dieser Trend wird sich in Zukunft fortsetzen (vgl. Abb.). Obwohl die Bevölkerung immer älter wird, hat sich das Pensionierungsalter der Männer seit 1985 nicht geändert und liegt noch immer bei 65 Jahren. Bei Frauen erfolgt die Pensionierung mit 64 noch ein Jahr früher, obwohl sie per Ende 2018 im Durchschnitt 2.8 Jahre länger leben als die Männer. Das angesparte *Altersguthaben* muss heute also länger ausreichen als früher.

Als Folge davon haben Pensionskassen (ohne Staatsgarantie) in den letzten Jahren die sogenannten umhüllenden *Umwandlungssätze*¹ laufend gesenkt: Ende 2018 rechnen die Vorsorgeeinrichtungen für Pensionierungen in fünf Jahren mit einem durchschnittlichen Umwandlungssatz von 5.40%, 2014 lag der geplante Umwandlungssatz noch bei 6.05%.² Damit mindern Pensions-

Die Schweizer werden immer älter

Lebenserwartung im Alter von 65 (in Jahren), Anteil Personen über 64 Jahre an der Gesamtbevölkerung über 24 Jahre (in %)



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

¹ Der umhüllende Umwandlungssatz entspricht dem gewichteten Durchschnitt des obligatorischen und überobligatorischen Umwandlungssatzes

² Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV): Bericht finanzielle Lage der Vorsorgeeinrichtungen 2018.

kassen innerhalb der gesetzlichen Möglichkeiten die *Umverteilung* von aktiv Versicherten zu den Rentnern. Bei Versicherten im Obligatorium sind ihnen jedoch die Hände gebunden, und der Mindestumwandlungssatz ist nach wie vor zu hoch. Kassen, die auch im überobligatorischen Bereich der beruflichen Vorsorge tätig sind, können versuchen, die Verluste aus dem obligatorischen Bereich im Überobligatorium zu kompensieren. Damit findet jedoch eine neue *Umverteilung* von den Rentnern im Überobligatorium zu jenen im Obligatorium statt.

Heutige Umverteilungen akzentuieren sich durch die Babyboomer Dank der sinkenden umhüllenden *Umwandlungssätze* hat die *Umverteilung* von den aktiven Versicherten hin zu den Rentnern von schätzungsweise CHF 8.4 Mia. im Jahr 2016 auf 5.1 Mia. im Jahr 2018 abgenommen (OAK BV). Um die *Umverteilung* von Jung zu Alt und von Versicherten im Überobligatorium zu Versicherten im Obligatorium weiter zu reduzieren, müsste der Umwandlungssatz auch im Obligatorium sinken. Werden diese *Umverteilungen* nicht abgebaut, werden sie sich über die kommenden Jahre aufgrund der Pensionierungswelle der *Babyboomer*³ noch akzentuieren: So wird der Anteil der Bevölkerung im Rentenalter gegenüber der Gesamtbevölkerung, die älter als 24 Jahre ist, in den nächsten Jahren deutlich ansteigen (vgl. Abb. S. 7). Ist die Rente zudem einmal festgelegt, ist eine nachträgliche Reduktion nur in ganz seltenen Fällen möglich.

Babyboomer senken Risikofähigkeit der Pensionskassen ... Die Pensionierungswelle der *Babyboomer* wirkt sich noch anders auf die berufliche Vorsorge aus. Durch die Erhöhung des Rentneranteils gegenüber den aktiv Versicherten verändert sich auch das Anlageprofil der Pensionskassen. Die Vermögenswerte der Rentner haben einen kürzeren Anlagehorizont als jene der aktiven Versicherten. Dadurch sinkt mit steigendem Rentneranteil auch der Anlagehorizont der Pensionskassen. Zusätzlich wird der Liquiditätsbedarf wegen der zunehmenden Rentenleistungen grösser: Die Geldabflüsse nehmen deutlich zu, die Geldzuflüsse aus Altersgutschriften steigen aufgrund der zukünftigen stabilen Bevölkerungszahl der 25- bis 64-Jährigen aber nur beschränkt.

Es ist deshalb auch davon auszugehen, dass die *Netto-Cashflows* der Pensionskassen über die nächsten Jahre kontinuierlich abnehmen werden, wodurch die *Risikofähigkeit* weiter sinkt. Schliesslich wird es für eine Pensionskasse auch schwieriger, sich aus einer allfälligen Schieflage zu befreien, da Sanierungsmassnahmen über die aktiven Versicherten beziehungsweise deren Altersguthaben umgesetzt werden müssen. Das nächste Kapitel (ab S. 11) vertieft den Einfluss der Demografie auf das Anlageprofil von Pensionskassen. Hierzu projizieren wir die Verteilung der Deckungskapitalien, die Entwicklung der Netto-Cashflows und die Sanierungsfähigkeit im Pensionskassenmarkt Schweiz bis ins Jahr 2065.

... bei gleichzeitiger Erhöhung der Sollrendite

Die alternde *Destinatärstruktur* beeinflusst auch die *Sollrendite*: Bei tieferer Verzinsung des *Altersguthabens* gegenüber dem *Vorsorgekapital* der Rentner nimmt mit steigendem Rentneranteil die *Sollrendite* laufend zu.⁴ Die durchschnittliche Verzinsung der *Altersguthaben* der Vorsorgeeinrichtungen ohne Staatsgarantie war im Jahr 2018 mit 1.46% p.a. tiefer als der angewandte technische Zinssatz von 2.1% p.a. Selbst in den letzten, teils sehr guten Börsenjahren wie 2017 lag die Verzinsung der Altersguthaben unter dem technischen Zinssatz (2.09% p.a. gegenüber 2.22% p.a. im Jahr 2017). Bleibt zukünftig diese Ungleichverzinsung bestehen, bewirkt der Effekt der *Babyboomer* eine steigende Sollrendite (steigender Anteil des *Vorsorgekapitals* der Rentner). Gleichzeitig sinkt wie vorgängig erläutert aufgrund des sinkenden Anlagehorizontes und der Pensionierung der Babyboomer die Risikofähigkeit der Pensionskassen.

³ Als Babyboomer-Generation bezeichnet man die geburtenstarke Generation, die nach dem Zweiten Weltkrieg bis Mitte der sechziger Jahre geboren wurde.

^{*} Die Sollrendite entspricht der benötigten Rendite auf dem Vorsorgevermögen zur Aufrechterhaltung des bestehenden Deckungsgrades. Sie setzt sich vereinfacht aus der gewichteten Durchschnittsverzinsung des Altersguthabens und des Vorsorgekapitals der Rentner (technischer Zinssatz) sowie den erwarteten Kosten zusammen.

Einflüsse aus dem Tiefzinsumfeld

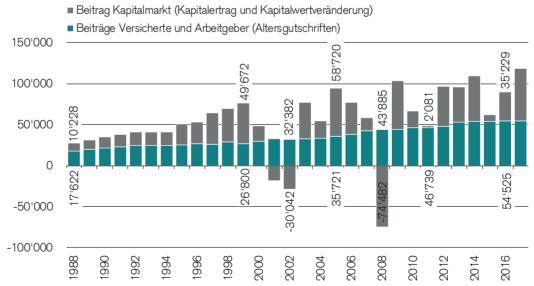
Der Renditebeitrag am Altersguthaben sinkt und wird volatiler Das angesparte Altersguthaben bei der Pensionierung muss einerseits aufgrund der steigenden Lebenserwartung länger ausreichen. Andererseits sind die Renditen auf den Vorsorgevermögen seit der Jahrtausendwende im Vergleich zu früher deutlich geringer und stärkeren Schwankungen unterworfen. Die untenstehende Abbildung zeigt die Entwicklung der drei Beitragszahler (Kapitalmarkt, Versicherte und Arbeitgeber) auf: Zwischen 1987 und 2000 betrug der Renditebeitrag am Vorsorgevermögen durchschnittlich 46%, während die Arbeitnehmer- und Arbeitgeberbeiträge (Altersgutschriften) die restlichen 54% ausmachten. Von 2000 bis 2017 lag der Anteil aus dem Kapitalmarkt noch bei 26%.

Sinkende Rendite aufgrund der Aktienmärkte Der Hauptgrund für den sinkenden Renditebeitrag liegt in der insgesamt schwachen Aktienmarktperformance zwischen 2000 und 2010. In dieser Periode rentierten Schweizer Aktien lediglich mit -0.8% p.a. und globale Aktien mit 1.2% p.a. in USD.⁵ Die Gegebenheiten an den Aktienmärkten können sich bekanntlich schnell ändern, und so verzeichneten Schweizer Aktien von 2010 bis 2018 bereits wieder Renditen gemäss ihrem langfristigen Durchschnitt von jährlich 6.5%. Globale Aktien lagen über den gleichen Zeitraum bei 7.6% p.a. in USD (langfristiger Durchschnitt bei 7.9% p.a.).

Sinkende Anlagerenditen bei den Nominalwertanlagen zu erwarten Zukünftig liegt die grössere Herausforderung jedoch in den erwarteten Renditen der Geldmarktanlagen und Obligationen und damit bei den sogenannten Nominalwertanlagen. Die CHF-Zinsen sinken seit rund 30 Jahren, USD-Zinsen seit bald 40 Jahren. Das inzwischen historisch tiefe Niveau wurde durch die steigenden Preise der Obligationen, insbesondere jener mit langer Duration, vorerst noch kaschiert: Trotz lang anhaltendem Tiefzinsumfeld rentierten CHF-Obligationen von 2010 bis 2018 immer noch mit 2.4% p.a.⁶ Dagegen lag per Mitte August 2019 die Verfallsrendite einer 10-jährigen CHF-Staatsanleihe bei unter –1% p.a. Es ist eine Frage der Zeit, bis sich das tiefe Zinsniveau auf die Renditen der Nominalwertanlagen überträgt. Entscheidend ist die Dauer der Tiefzinsphase und ob sie sich allenfalls noch zuspitzt. Der beste Fall wäre ein möglichst schneller und starker Anstieg der Zinsen. Trotz zwischenzeitlichen Werteinbussen wäre dies für die Vorsorgevermögen der schnellste Weg zurück zu höheren Renditen. Dies scheint jedoch unwahrscheinlich.

Jährliche Altersgutschriften und Beiträge des Kapitalmarkts in der zweiten Säule

In Mio. CHF, 1988 - 2017



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

⁵ Credit Suisse Research Institute, Global Investment Returns Yearbook 2019.

⁶ Gemäss Swiss Bond Index ® TR (AAA-BBB).

Tiefere Renditen reduzieren das Altersguthaben ...

Die tieferen Renditen führen dazu, dass der Vermögensaufbau während der Ansparphase langsamer verläuft. Die sinkenden Renditebeiträge widerspiegeln sich auch im BVG-Mindestzins, der durch den Bundesrat von jährlichen 4% im Jahr 1985 auf inzwischen 1% gesenkt worden ist. Der Mindestzins schreibt den Pensionskassen eine Minimalverzinsung auf dem obligatorischen Altersguthaben vor.

Wie wichtig die Verzinsung des *Altersguthabens* für die Altersrente ist, zeigt die folgende Abbildung anhand eines Lohnbeispiels von CHF 50'000 mit unterschiedlichen Umwandlungssätzen. Bei einem Umwandlungssatz von 6.8% und einer durchschnittlichen Verzinsung des Altersguthabens von 1% p.a. setzt sich die monatliche Altersrente aus CHF 1'797 aus den Altersgutschriften und CHF 313 aus dem Renditebeitrag zusammen. Letzterer macht damit rund 15% der Rente aus. Bei einem gleichen Umwandlungssatz, aber mit einer Verzinsung von 2% erhöht sich die monatliche Rente um CHF 342. Der Renditebeitrag macht in diesem Fall 27% der Rente aus.

... und den Umwandlungssatz

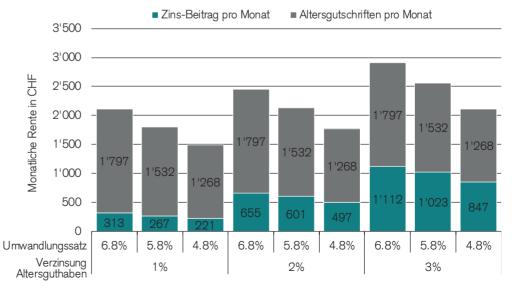
Die tiefere Rendite wirkt sich nicht nur auf die *Ansparphase*, also das *Altersguthaben*, sondern auch auf die *Entsparphase aus*. Denn eine tiefere erwartete Rendite auf dem *Vorsorgekapital* der Rentner schlägt sich in einem tieferen technischen Zinssatz nieder. Dieser liegt der Berechnung des Umwandlungssatzes zugrunde und sank bei den Pensionskassen (ohne Staatsgarantie) zwischen 2014 und 2018 im Schnitt von 2.91% auf 2.10%. Der weitere Verlauf der Tiefzinsphase beeinflusst deshalb auch via technischen Zinssatz und Umwandlungssatz die zukünftige Rentenhöhe.⁷

Kompensation durch risikoreichere Anlagen?

Die untenstehende Abbildung zeigt auch, dass mit einer höheren Rendite die sinkenden Umwandlungssätze kompensiert werden könnten. Eine Senkung um 1% des Umwandlungssatzes lässt sich mit einer zusätzlichen Verzinsung von 1% des Altersguthabens kompensieren, unabhängig vom Startsalär und der aktuellen Verzinsungshöhe. Die Höhe der Rendite wird primär von der Anlagestrategie bestimmt, die auf die Risikofähigkeit der jeweiligen Pensionskasse abgestimmt wird. Neben den schwankenden Renditebeiträgen der letzten Jahre wird die Risikofähigkeit der Pensionskassen aber, wie erwähnt, vermehrt durch die alternde Destinatärstruktur beeinträchtigt werden. Es wird also schwieriger, durch *risikoreichere Anlagen* die tiefen Zinsen zu kompensieren.

$1\,\%$ mehr Verzinsung auf dem Altersguthaben kompensiert eine Senkung des Umwandlungssatzes um $1\,\%$

Beispiel basierend auf 40 Beitragsjahren, versicherter Lohn ab 25 bei CHF 50'000, Lohnwachstumsrate 1% p.a., Altersgutschriften gemäss BVG, Pensionierung mit 65 Jahren



Quelle: Credit Suisse

⁷ Das dritte Kapitel (ab S. 15) zeigt, wie sich die Renten für die kommenden Generationen entwickeln könnten und welchen Einfluss dies auf ihre Vorsorgesituation hat.

Abnehmende Risikofähigkeit: Dritter Beitragszahler wird zur Herausforderung

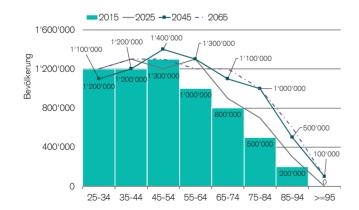
Die Risikofähigkeit von Pensionskassen wird durch die alternde Bevölkerung abnehmen. Zu den Gründen zählen der zunehmende Anteil des Deckungskapitals der Rentner, sinkende Netto-Cashflows und eine abnehmende Sanierungsfähigkeit. Projektionen bis ins Jahr 2065 zeigen aber auch, dass die Auswirkungen dieser Veränderungen begrenzt sind: Das Renditepotenzial risikoreicherer Anlagen kann von den Pensionskassen auch inskünftig ähnlich wie heute genutzt werden. Risikoreiche Anlagen wie Aktien sollten deshalb ein zentraler Bestandteil der Anlagestrategie bleiben.

Abnehmende Risikofähigkeit infolge der demografischen Entwicklung Schweizer Vorsorgeeinrichtungen werden aufgrund des Tiefzinsumfeldes zunehmend Mühe haben, die benötigten Renditebeiträge zu erwirtschaften. Bereits über die letzten Jahre hat sich die durchschnittliche Asset Allocation von Nominalwert- in Richtung Sachwertanlagen verschoben. Die Abschöpfung des zusätzlichen Renditepotenzials ist grundsätzlich wünschenswert, könnte in Zukunft aber auch vermehrt in Konflikt mit der sinkenden Risikofähigkeit der Pensionskassen geraten. Denn durch die demografische Entwicklung verändern sich Altersstruktur (Destinatärstruktur), Liquiditätsbedarf und Sanierungsfähigkeit der Vorsorgeeinrichtungen.

Die Verteilung des Deckungskapitals verändert sich Die Bevölkerung im und nahe am Pensionierungsalter wird in der Schweiz über die nächsten Jahrzehnte zunehmen (vgl. Abb. unten links). Abgesehen davon, dass die Lebenserwartung steigt, erhöht vor allem die Babyboomer-Generation den Anteil der älteren Menschen. Diese Entwicklung beeinflusst auch die Risikofähigkeit der Pensionskassen, da sie die Verteilung des Deckungskapitals⁸ massgeblich beeinflussen wird. Die Abbildung unten rechts zeigt anhand verschiedener Projektionszeiträume und über den gesamten Pensionskassenmarkt hinweg, wie sich das Deckungskapital der aktiven Versicherten und der Rentner prozentual verteilen wird.⁹ Letztere machen im

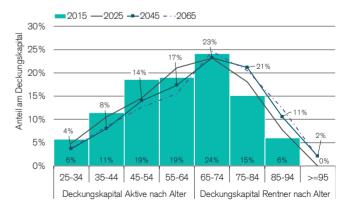
Die Bevölkerung ab 55 nimmt zu

Aktuelle Bevölkerung und Projektionen bis ins Jahr 2065 nach Alterskategorien



Steigender Anteil Deckungskapital der Destinatäre ab 75

Aktuelle Verteilung des Deckungskapitals in % und Projektionen bis ins Jahr 2065 nach Alterskategorien



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

⁸ Der Begriff Deckungskapital entspricht dem Vorsorgekapital der aktiven Versicherten und der Rentner.

⁹ Die Projektionen der Deckungskapitalentwicklung basieren ausschliesslich auf der Bevölkerungsentwicklung gemäss dem Referenzszenario des Bundesamtes für Statistik (2015). Politische (z.B. Senkung Mindestumwandlungssatz), wirtschaftliche (z.B. steigende Erwerbsquote) oder pensionskassenspezifische (z.B. Senkung umhüllender Umwandlungssatz) Faktoren sind nicht berücksichtigt.

Jahr 2015 einen Anteil von 45%, 2045 bereits 57% und 2065 rund 60% aus. Der «Alterungsschub» des Deckungskapitals findet somit vor allem in den nächsten 20 Jahren statt, wenn die Babyboomer und die bis Mitte der 1970er-Jahre noch geburtenstarken Jahrgänge in den Ruhestand treten. Danach schwächt er sich deutlich ab.

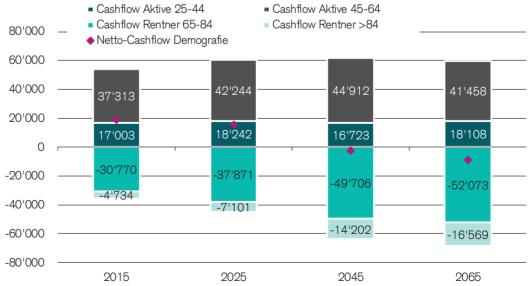
Alternde Destinatärstruktur beeinflusst die Anlagestrategie Das Deckungskapital der Rentner hat einen kürzeren Anlagehorizont als jenes der aktiven Versicherten. Die Verschiebung des Deckungskapitals zugunsten der Rentner hat in der Tendenz deshalb eine defensivere Ausrichtung der Anlagestrategien zur Folge. In welchem Ausmass eine Verschiebung von risikoreicheren zu risikoärmeren Anlageklassen stattfindet, ist aber auch abhängig von weiteren Risikofaktoren respektive der ganzheitlichen Risikofähigkeit der jeweiligen Pensionskasse. Folgende vereinfachte Faustregel verdeutlicht den Einfluss des Risikofaktors Altersstruktur auf die Anlagestrategie: Die Vermögenswerte von 65- bis 74-jährigen Rentnern werden mit einem Nominalwertanteil von 50% und die von über 75-jährigen Rentnern mit 100% angelegt. Dies, weil bei einem kürzeren verbleibenden Anlagehorizont risikoärmere Anlagen für die zugrundeliegenden Vermögenswerte gewählt werden. Basierend auf den geschätzten Deckungskapital-Projektionen (vgl. Abb. S. 11 rechts) beträgt in der Folge im Jahr 2015 die Nominalwertallokation 33% und 2045 bereits 46%. Ein steigender Anteil Nominalwertanlagen würde zusammen mit einem anhaltenden Tiefzinsumfeld den so wichtigen Renditebeitrag schmälern.

Renditepotenzial risikoreicherer Anlagen kann trotzdem in ähnlichem Ausmass beibehalten werden Im Umkehrschluss verbleiben bei obiger Faustregel den Pensionskassen im Jahr 2045 immer noch geschätzte 54% der Vermögen, um in renditestärkere (und risikoreichere) Anlageklassen wie Aktien und Immobilien zu investieren. Da die Aktien- und Immobilienquote bei den Pensionskassen auch heute bei rund 55% liegt, ¹⁰ können diese voraussichtlich auch in Zukunft an einer Quote in dieser Höhe festhalten. Zusammen mit den vorgängig abgeleiteten Nominalwertallokationen für die Jahre 2015 und 2045 zeigt sich aber auch, dass die heutige Allokation in risikoreichere Anlagen im Gegensatz zu 2045 noch erhöht werden könnte (theoretisch von heute 55% auf 67% [100% minus 33%]). Für die finale Bestimmung der Anlagestrategie jeder Pensionskasse bedarf es jedoch einer umfassenderen Prüfung der spezifischen Risikofähigkeit im Rahmen einer Asset-Liability-Analyse, die neben der Altersstruktur weitere Risikofaktoren einbezieht.

Steigender Liquiditätsbedarf reduziert die Risikofähigkeit Ein weiterer Einflussfaktor auf die Risikofähigkeit ist die Liquiditätssituation der Pensionskasse. Solange eine Vorsorgeeinrichtung höhere Geldzuflüsse als Geldabflüsse hat, muss sie keine bestehenden Vermögenswerte auflösen. Steigt hingegen die Wahrscheinlichkeit, dass ein Teil der Anlagen verkauft werden muss, beeinflusst dies den Anlagehorizont. Müssen Vermögenswerte, zum Beispiel während einer Marktkrise, mit Verlust verkauft werden, kann die ursprünglich erwartete Rendite der Anlagestrategie nicht mehr erreicht werden. Dies trifft vor allem auf risikoreichere Anlagen wie Aktien zu. Denn diese leiden in der Regel nicht nur am meisten unter Marktkrisen, sie profitieren auch am stärksten von darauffolgenden Erholungsphasen.

Der Netto-Cashflow aller Pensionskassen nimmt bis 2045 um rund 20 Milliarden CHF ab

 ${\it Cashflow-Projektionen (in Mio. CHF) im Pensionskassenmarkt Schweiz bis 2065}$



Quelle: Bundesamt für Statistik, Credit Suisse

¹⁰ Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index 2. Quartal 2019.

Babyboomer führen negative Cashflows herbei

Die Netto-Geldflüsse (Cashflows) im Pensionskassenmarkt Schweiz sind derzeit noch positiv. Die Abbildung auf S. 12 zeigt aber, dass die demografische Entwicklung über die nächsten 25 Jahre auch diese Konstellation beeinflussen wird: Die Projektion ergibt, dass der Netto-Cashflow ab 2043 negativ wird. Einerseits nehmen bis 2045 die Zuflüsse durch die Altersgutschriften aufgrund der Bevölkerungszunahme von 300'000 Personen zwischen 25 und 65 (vgl. Abb. S. 11 links) nur noch leicht zu. Die Vorsorgeleistungen steigen dagegen deutlich, denn die Bevölkerung im Rentenalter wächst von 1.5 Mio. auf 2.7 Mio.

Der sinkende Anteil aktiver Versicherter reduziert die Sanierungsfähigkeit Die demografische Entwicklung beeinflusst auch die Sanierungsfähigkeit einer Pensionskasse und damit die Anlagestrategie. Im Falle einer Unterdeckung bestehen im Wesentlichen zwei Sanierungsmassnahmen: Einerseits die Minderverzinsung des Deckungskapitals der aktiven Versicherten, andererseits zusätzliche Beitragszahlungen. Da beide Massnahmen zulasten der aktiven Versicherten gehen, nehmen mit sinkendem Anteil aktiver Versicherter die Wirksamkeit und die Risikofähigkeit ab. Derzeit erhöhen 1% Sanierungsbeiträge auf der Lohnsumme den Deckungsgrad um 0.30% (OAK BV). Unsere Projektionen ergeben, dass sich die Wirkung dieser Sanierungsmassnahme allein aufgrund des demografischen Effekts bis 2045 auf 0.22% reduziert. Im Fall einer Minderverzinsung von 1% auf dem Vorsorgekapital der aktiven Versicherten (im Überobligatorium) erhöht sich der Deckungsgrad heute ebenfalls um rund 0.30% (OAK BV). Im Jahr 2045 sind es noch 0.24%.

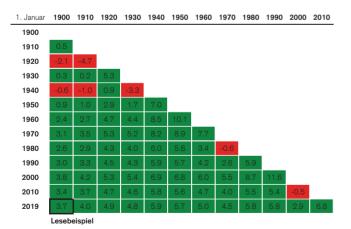
Sanierung durch die Finanzmärkte

Die Wirksamkeit der Sanierungsmassnahme reduziert sich bis 2045 aufgrund des demografischen Effekts damit in der Grössenordnung von 20% bis 25%. Trotz dieser erwarteten Abnahme muss festgehalten werden, dass bereits heute die üblichen Sanierungsmassnahmen vielfach eine begrenzte Wirkung haben. Für die Behebung von Unterdeckungen sind die Entwicklungen an den Kapitalmärkten entscheidender. Die Vergangenheit zeigt, dass die jeweilige Markterholung nach der Krise häufig die wirksamste Sanierungsmassnahme ist. Um von einer Erholung zu profitieren, sollte während der Krise unbedingt an der Anlagestrategie festgehalten werden. Liegen der Unterdeckung jedoch strukturell tiefer greifende Probleme zugrunde, sind weitergehende Sanierungsmassnahmen und ein Plan zur nachhaltigen Verbesserung der finanziellen Lage unumgänglich.

Aktienrisiken wurden über die letzten 100 Jahre belohnt Die erläuterten Risikofähigkeitsfaktoren werden über die kommenden Jahre den Anlagehorizont sukzessive reduzieren. Trotzdem zeigen die Resultate der durchgeführten Projektionen auch, dass das Ausmass der Veränderungen im Durchschnitt verkraftbar bleiben dürfte. Die renditestarken Anlageklassen können in ähnlicher Höhe wie heute in den Anlagestrategien berücksichtigt werden. Diese Erkenntnis ist wichtig, weil diese Anlagen, allen voran Aktien, historisch betrachtet über längere Anlageperioden die höchsten Renditebeiträge ermöglichten. Folgende Abbildungen illustrieren dies anhand Schweizer Aktien im Vergleich zum CHF-Geldmarkt und zu CHF-Obligationen über unterschiedliche Anlageperioden.

Dominanz der Aktienanlagen gegenüber Geldmarkt

Renditedifferenz Schweizer Aktien gegenüber Geldmarkt (annualisiert, in %)

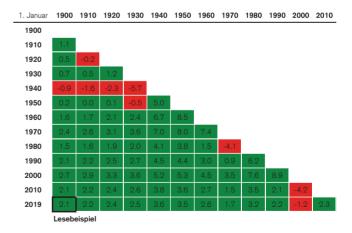


Vergangene Wertentwicklung oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: Credit Suisse Research Institute, Global Investment Returns Yearbook 2019

Dominanz der Aktienanlagen gegenüber Obligationen

Renditedifferenz Schweizer Aktien gegenüber Anleihen (annualisiert, in %)



Vergangene Wertentwicklung oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: Credit Suisse Research Institute, Global Investment Returns Yearbook 2019

¹¹ Die Projektionen der Cashflows berücksichtigen die Beiträge der Arbeitgeber und Versicherten sowie die Renten und Kapitalleistungen. Die Projektionen basieren ausschliesslich auf der Bevölkerungsentwicklung gemäss dem Referenzszenario des Bundesamtes für Statistik (2015). Politische (z.B. Senkung Mindestumwandlungssatz), wirtschaftliche (z.B. steigende Erwerbsquote) oder kassenspezifische (z.B. Senkung umhüllender Umwandlungssatz) Faktoren sind nicht berücksichtigt.

Von 1900 bis 2019 rentierten Schweizer Aktien annualisiert 3.7% mehr als CHF-Geldmarkt-anlagen und 2.1% mehr als CHF-Obligationen (vgl. «Lesebeispiele» in Abb.). In den letzten knapp 120 Jahren gab es zwar auch Perioden, in denen Aktien über längere Zeiträume weniger als Obligationen und Geldmarkt rentierten. Die Anzahl solcher Negativereignisse (insbesondere die Weltwirtschaftskrise Ende der 20er Jahre und die Finanzkrise ab 2007) war rückwirkend gesehen jedoch relativ beschränkt. Bei der absoluten Betrachtung der Renditen von Schweizer Aktien (nominal) zeigt sich zudem, dass es über die dargestellten Zeitperioden seit 1930 keine negativen Renditen mehr gab.

Pensionskassen können auch zukünftig von Renditebeiträgen profitieren Der Einfluss der demografischen Entwicklung auf die Anlagestrategie ist schliesslich deshalb so wichtig, weil er über die Höhe des Renditebeitrags risikoreicher Anlagen, allen voran Aktien, mitentscheidet. Pensionskassen sollten die demografischen Einflüsse wie steigender Rentneranteil am Deckungskapital, sinkende Netto-Cashflows oder abnehmende Sanierungsfähigkeit bei der Festlegung ihrer Anlagestrategie mitberücksichtigen. Einerseits wird sich aufgrund der präsentierten Gesamtmarkt-Projektionen die Komponente Demografie negativ auf die Risikofähigkeit auswirken. Andererseits sollte es den meisten Kassen aber nach wie vor möglich sein, einen substanziellen Teil ihrer Pensionierungsleistungen über den Kapitalmarkt zu finanzieren. Um dies zu gewährleisten wird eine regelmässige Überprüfung der individuellen Ausgangslage, beispielsweise mittels einer Asset-Liability-Analyse, an Wichtigkeit zunehmen.

Renten künftiger Generationen sinken markant

Heutige Rentner profitieren von den hohen Renditen der vergangenen Jahrzehnte und von – aus aktueller versicherungstechnischer Sicht – zu hohen Umwandlungssätzen. Die derzeit tiefen Zinsen bremsen hingegen den Vermögensaufbau der Erwerbstätigen. Zudem werden deren Altersguthaben seit Jahren geringer verzinst als jene der Rentner, denn nur so können die überhöhten Rentenversprechen an die Rentner finanziert werden. Schliesslich sinken die Umwandlungssätze inzwischen auf breiter Front. Der Generationenvergleich zeigt: Ohne Gegenmassnahmen verschlechtert sich die Rentensituation in Zukunft deutlich, insbesondere für hohe Einkommen.

Sicht der Versicherten In den vorangehenden Kapiteln wurden die zentralen Herausforderungen im Hinblick auf die zweite Säule aus Sicht der Vorsorgeeinrichtungen vorgestellt, wobei der Fokus auf den Auswirkungen des demografischen Wandels auf die Anlagestrategien der Pensionskassen lag. Nun nehmen wir die Sicht der Versicherten ein: Wie wirken sich die beschriebenen Entwicklungen auf die Rentensituation im Generationenvergleich aus? Und wie kann auch für künftige Generationen ein angemessenes Rentenniveau sichergestellt werden?

Rentenvergleich mittleres Einkommenssegment (Lehrer) Zur Illustration betrachten wir zunächst vier Generationen von Lehrern als Beispiel für Versicherte im mittleren Einkommenssegment. Die erste Generation stieg 1970 ins Erwerbsleben ein und wurde 2010 pensioniert. Die zweite ist von 1985 (als das BVG eigeführt wurde) bis 2025 erwerbstätig, die dritte von 2000 bis 2040. Um im folgenden Kapitel die Auswirkungen einer möglichen Revision der zweiten Säule illustrieren zu können, nehmen wir schliesslich einen Lehrer als Beispiel, der von 2021 bis 2061 erwerbstätig sein wird - in der Annahme, dass dessen Sparprozess vollständig dem neuen Regime unterstellt ist. Um der Realität möglichst nahe zu bleiben, nehmen wir über das Erwerbsleben eine gewisse Lohnsteigerung an: Im Jahr 2010 lag der Lohn bei rund CHF 70'000 im Alter von 25 Jahren und stiege auf CHF 100'000 bei der Pensionierung. 12 Anhand des nominalen Lohnwachstums haben wir dann für jede der oben genannten Generationen die für diese Zeit geltende nominale Lohnentwicklung ermittelt (vgl. schwarze Linien Abb. S. 16 oben). In den Szenarien haben wir die üblichen altersabhängigen BVG-Beiträge und den regulären Koordinationsabzug angewandt. Die Verzinsung des Alterskapitals haben wir mit der Rendite der 10-jährigen Bundesobligation plus einem Zuschlag von 1.5 Prozentpunkten approximiert, was für eine durchschnittliche Vorsorgeeinrichtung ein realistisches Ertragspotenzial darstellen dürfte. 13

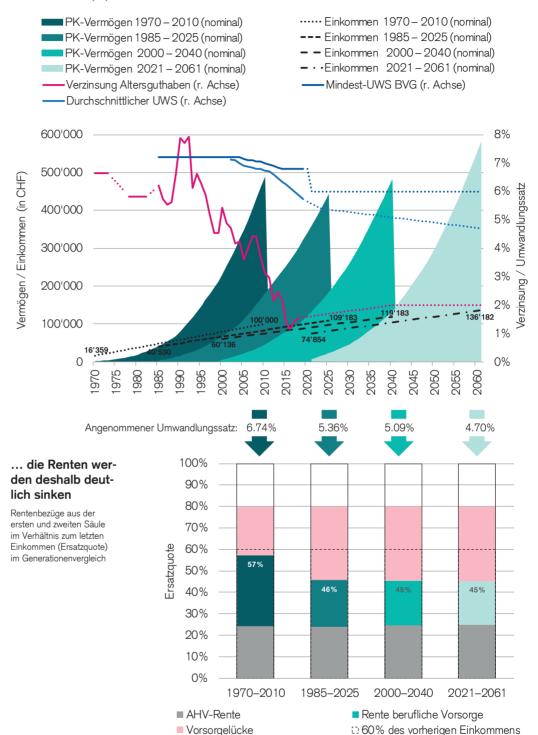
2010 pensionierter Lehrer erreicht etwa 57% des letzten Einkommens Der von 1970 bis 2010 berufstätige Lehrer erreicht dank der hohen Verzinsung seines Alterskapitals (im Durchschnitt geschätzt 5.65% p.a.) bei einem Nominaleinkommen zwischen CHF 16'359 und CHF 100'000 ein Altersvermögen von knapp CHF 490'000 (vgl. Abb. S. 16 oben). Bei heutigen Renditeverhältnissen hätte der 2010 pensionierte Lehrer nominal ein deutlich geringeres Altersvermögen erreicht als die darauffolgende Generation. Dank der damals hohen Renditen, die deutlich über dem Lohnwachstum lagen, wurde der Effekt der tieferen Nominallöhne überkompensiert. Bei seiner Pensionierung im Jahr 2010 lag der durchschnittliche Umwandlungssatz in umhüllenden Pensionskassen gemäss Swisscanto Pensionskassenstudie zudem noch bei 6.74%. Die Pensionskassenrente beträgt demnach etwa CHF 33'019 und die AHV-Rente etwa CHF 24'072. Total kommt der Lehrer auf ein Bruttoeinkommen von rund CHF 57'000, was 57% des letzten Lohnes entspricht (vgl. Abb. S. 16 unten). ¹⁴ Damit würde das Leistungsziel der obliga-

¹² Lehrkraft mit Lehrerpatent, ohne Kaderfunktion (Quelle: Salarium – Individueller Lohnrechner 2016, Bundesamt für Statistik). Die Lohnentwicklung basiert auf dem schweizerischen Lohnindex des Bundesamts für Statistik.

 ¹³ Vgl. Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV): Bericht finanzielle Lage der Vorsorgeeinrichtungen 2017, S. 17.
 ¹⁴ Bei in Kraft treten des BVG, 1985, waren rund 80% der Arbeitnehmenden bereits in der 2. Säule versichert, wenn auch nur etwa die Hälfte gut ausgebauten Vorsorgeeinrichtungen angeschlossen waren (vgl. BVG-Botschaft des Bundesrats vom 19.12.1975). Wenn man den Sparprozess in der zweiten Säule dennoch erst 1985 beginnen lässt, erreicht der von 1970–2010 berufstätige Lehrer eine Ersatzquote von 48% statt 57%. Bei den tieferen bzw. höheren Einkommenssegmenten sinken die Ersatzquoten auf 51% bzw. 42% (statt 58% bzw. 51%, vgl. Abb. S. 17).

Trotz höheren Nominallöhnen wächst das Altersvermögen heute wegen der tiefen Renditen deutlich langsamer. Zudem sinken die Umwandlungssätze ...

Vermögensentwicklung in der zweiten Säule im Generationenvergleich, Lohnentwicklung eines Lehrers, jährliche Verzinsung des Altersguthabens = Rendite der 10-jährigen Bundesobligationen + 1.5 Prozentpunkten p.a., durchschnittlicher Umwandlungssatz (UWS) in umhüllenden Pensionskassen (PK)



Vergangene Wertentwicklung oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Wertentwicklungen. Quelle: SNB, Swisscanto, OAK BV, Credit Suisse

torischen Vorsorge, nach dem AHV und Pensionskasse zusammen rund 60% des letzten Lohnes abdecken (Ersatzquote), fast erreicht.

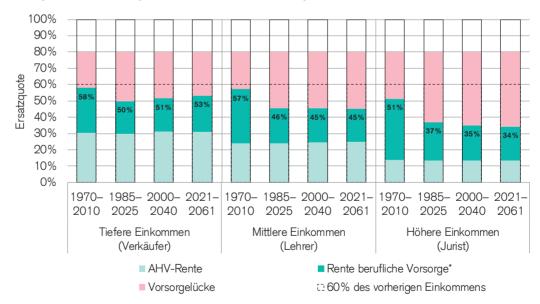
Bei anhaltend tiefen Renditen und sinkenden Umwandlungssätzen ... Trotz höheren Nominallöhnen verläuft der Aufbau des Altersvermögens aufgrund der sinkenden Renditen bei den folgenden Generationen deutlich langsamer. Zwischen 1985 und 2018 betrug die geschätzte jährliche Verzinsung der Altersguthaben im Durchschnitt noch 4.5%, 2019 liegt sie bei rund 1.5%. Für die kommenden Jahre unterstellen wir eine graduelle leichte Steigerung der jährlichen Verzinsung auf 2% ab 2040. Aufgrund der tiefen erwarteten Rendite und der weiter steigenden Lebenserwartung rechnen wir zudem mit weiter sinkenden Umwandlungssätzen. Sie nähern sich mit Verzögerung langsam den versicherungstechnisch korrekten Sätzen an: 2025 lägen sie durchschnittlich bei 5.36%, 2061 noch bei 4.70%. Bei identischem Altersvermögen sinken die Renten in der zweiten Säule schon aufgrund der Reduktion der Umwandlungssätze gegenüber 2010 um 20% beziehungsweise 30%.

... sinkt die Ersatzquote auf rund 46% Der Lehrer, der 2025 in Pension geht, erreicht in diesem Szenario trotz höherem Nominallohn ein mit rund CHF 443'000 deutlich geringeres Pensionskassenvermögen als der 2010 pensionierte Lehrer. Bei einem geschätzten Umwandlungssatz von 5.36% resultiert eine Pensionskassenrente von CHF 23'773, die AHV-Rente beträgt etwa CHF 26'051. Die Ersatzquote läge nur noch bei 46%. Der von 2000 bis 2040 berufstätige Lehrer erreicht nominal CHF 483'000 Pensionskassenvermögen und erhält bei einem Umwandlungssatz von 5.09% eine Pensionskassenrente von CHF 24'589. Zusammen mit der AHV-Rente kommt der Lehrer auf ein Gesamteinkommen von CHF 54'051, was rund 45% des letzten Bruttoeinkommens entspricht. Der Lehrer der vierten Generation (erwerbstätig von 2021 bis 2061) erreicht mit dem noch deutlich tieferen Umwandlungssatz von 4.70% ebenfalls eine Ersatzquote von 45%.

5 – 8 Prozentpunkte tiefere Ersatzquote bei tieferen Einkommen Wie sieht der Generationenvergleich aus für tiefere sowie höhere Einkommenssegmente? Als Beispiele dienen ein Verkäufer (Lohnentwicklung läge im Jahr 2010 nominal zwischen CHF 50'000 und 70'000) und ein Jurist (Lohnentwicklung von CHF 95'000 bis 200'000). Auch hier wurde der nominalen Einkommensentwicklung über die Zeit Rechnung getragen.

Ohne Gegenmassnahmen werden die Ersatzquoten deutlich sinken

Rentenbezüge aus der ersten und zweiten Säule im Verhältnis zum letzten Einkommen im Generationenvergleich für verschiedene Einkommenssegmente, Annahmen analog des oben beschriebenen Generationenvergleichs für mittlere Einkommen



^{*} Für die Berechnung der Rente der beruflichen Vorsorge wurden zum Pensionierungszeitpunkt bei tieferen Einkommen ein Mindesturmwandlungssatz von 7.0% im Jahr 2010 und 6.0% ab 2021 angenommen, für die mittleren und hohen Einkommen ein Umwandlungssatz von 6.74% (2010), 5.36%(2025), 5.09% (2040) bzw. 4.70% (2061).

Vergangene Wertentwicklung oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Wertentwicklungen. Ouelle: Credit Suisse

¹⁵ Für die Szenarien orientieren wir uns an den auf S. 7 beschriebenen Prognosen der Lebenserwartung des Bundesamts für Statistik. Gemäss OAK BV liegt der mittlere geplante Umwandlungssatz 2023 bei 5.40%. Anschliessend gehen wir von einer kontinuierlichen Reduktion des umhüllenden Umwandlungssatzes auf 4.70% in 2061 aus.

¹⁶ Die tiefen und hohen Einkommenssegmente entsprechen grob den folgenden Beispielen: Verkaufskraft im Detailhandel mit Berufsausbildung, ohne Kaderfunktion; Jurist in der Rechtsberatung mit Hochschulabschluss und oberer/mittlerer Kaderfunktion gegen Ende der Karriere (Quelle: Salarium – Individueller Lohnrechner 2016, Bundesamt für Statistik).

Da die tieferen Einkommen vollständig ins BVG-Obligatorium fallen, wenden wir für diese im Gegensatz zu den mittleren und höheren Einkommenssegmenten bei Berechnung der Rente den gesetzlich definierten Mindestumwandlungssatz an. 2010 lag dieser für Männer bei 7.0%. Unter der Annahme, dass 2021 der Mindestumwandlungssatz von heute 6.8% auf 6.0% gesenkt wird (vgl. Vorschläge zur Reform der beruflichen Vorsorge im nächsten Kapitel), rechnen wir für die danach in Pension gehenden Verkäufer mit Mindestumwandlungssätzen von 6.0%. Für tiefere Einkommenssegmente machen die Renten aus der zweiten Säule im Vergleich zur AHV einen geringeren Anteil aus: Die Ersatzquoten sinken ohne Gegenmassnahmen deshalb mit fünf bis acht Prozentpunkten weniger stark (vgl. Abb. S. 17). Da hier aber das Alterseinkommen ohnehin deutlich tiefer ausfällt, ist diese Reduktion dennoch nicht zu vernachlässigen.

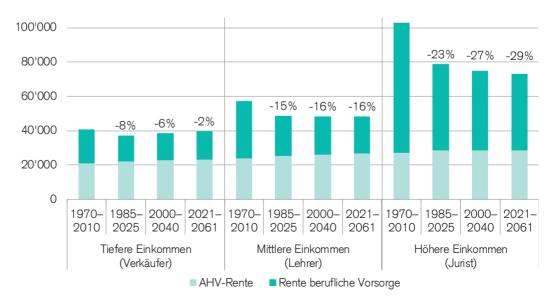
Wachsende Vorsorgelücken – insbesondere bei höheren Einkommen

Bei den höheren Einkommen machen die Renten der beruflichen Vorsorge den Grossteil des Einkommens im Alter aus. Entsprechend deutlich sinken darum auch die Ersatzquoten für höhere Einkommen: Von 51% bei Pensionierung im Jahre 2010, auf rund 34% für die letzte Generation (Pensionierung 2061, vgl. Abb. S. 17). Die finanziellen Bedürfnisse nach der Pensionierung unterscheiden sich von Person zu Person und müssen für den individuellen Fall im Detail betrachtet werden. Als grobe Faustregel wird in der Finanzplanung oft angenommen, dass nach der Pensionierung 80% des vorherigen Einkommens benötigt wird. Bereits bei heutigen Umwandlungssätzen resultiert eine Vorsorgelücke, d.h. eine Differenz zwischen den finanziellen Bedürfnissen und den Leistungen aus der staatlichen und beruflichen Vorsorge. Die Sparlücken fallen mit steigendem Einkommen zunehmend höher aus: Zum einen variiert die AHV-Rente nicht so stark wegen den gesetzlich definierten Minima und Maxima, zum anderen gelten im Obligatorium die Mindestumwandlungssätze. In allen Einkommenssegmenten ist in Zukunft eine Zunahme der Vorsorgelücken absehbar, sofern keine Gegenmassnahmen getroffen werden. Für den 2010 pensionierten Lehrer beträgt die Lücke rund 23%, für die Folgegenerationen von Lehrern bereits gut 34%. Bei den hohen Einkommen sind Lücken von 45% absehbar.

Auch die realen Renten sinken deutlich Auch kaufkraftbereinigt dürften die Renten für künftige Generationen deutlich tiefer ausfallen: Unter Annahme einer auch in Zukunft sehr geringen Inflation von rund 0.5% sinken sie bei den mittleren und höheren Einkommen gegenüber dem 2010 Pensionierten um 15% bis 29% (vgl. Abb.). Bei den tieferen Einkommen fallen die realen Renteneinbussen mit maximal 8% geringer aus. AHV-Renten werden alle zwei Jahre an den Lohn- und Preisindex angepasst. Bei den Renten aus der beruflichen Vorsorge liegt es im Ermessen der Pensionskasse, abhängig von den finanziellen Möglichkeiten einen Teuerungsausgleich zu sprechen – Anpassungen an die Preisentwicklungen waren in Vergangenheit aber eher selten. Für heutige Rentner ist dies aktuell nicht so folgenreich, da die Inflation seit Jahren tief ist. Bei einer jährlichen Inflation von 0.5% sinkt die

Die Renten sinken bei mittleren und hohen Einkommen real um etwa 15% bis 30%

Rentenbezüge aus der ersten und zweiten Säule im Generationenvergleich, real ausgedrückt in 2010 CHF unter Annahme weiterhin geringer Inflation in der Höhe von ca. 0.5% p.a.



Quelle: Bundesamt für Statistik (LIK bis 2019), Credit Suisse

Kaufkraft der Rentner in zehn Jahren um knapp 5%. Bei einer Inflationsrate von 2% pro Jahr sinkt die Kaufkraft in zehn Jahren jedoch um fast 18%. Während heutige Rentner von einer abnehmenden Teuerung profitierten, droht künftigen Generationen bei einem ungünstigen Szenario nicht nur wie vorhin aufgezeigt eine im Generationenvergleich bereits tiefere Rente, sondern noch zusätzlich ein höherer Kaufkraftverlust.

Kompensationsmassnahmen sind notwendig

Natürlich beruhen die Beispiele mit Pensionierung im Jahr 2040 und 2061 stark auf den zugrundeliegenden Annahmen. Die Szenarien machen aber deutlich, dass die Rentenleistungen für die kommenden Rentnergenerationen ohne Gegenmassnahmen deutlich tiefer ausfallen dürften. Zum Ausgleich sind deshalb in allen Szenarien Kompensationsmassnahmen notwendig. Im folgenden Kapitel diskutieren wir mögliche Alternativen und analysieren, wie sich z.B. eine höhere Verzinsung der Altersguthaben auf die künftige Rentensituation auswirken würde.

Kompensationsmassnahmen zum Erhalt des Leistungsniveaus

Tiefere erwartete Renditen und sinkende Umwandlungssätze mindern die Altersleistungen. Zum Erhalt des Leistungsniveaus muss das System der Altersvorsorge dringend reformiert und dessen Nachhaltigkeit langfristig gesichert werden. Zukünftigen Rentnern stehen aber bereits heute verschiedene Massnahmen zur Verfügung, um ihren Ruhestand zu sichern.

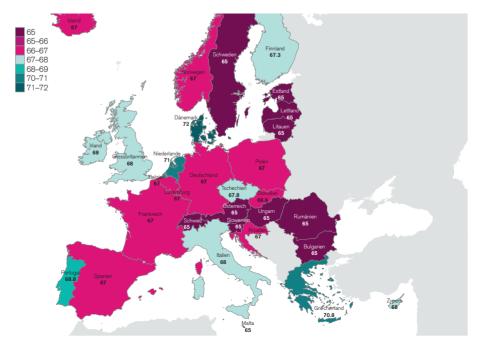
Wachsende Vorsorgelücken: Was tun?

Das vorangehende Kapitel hat gezeigt, dass das Leistungsniveau in der zweiten Säule ohne Gegenmassnahmen für künftige Rentnergenerationen deutlich tiefer ausfallen dürfte. Im Folgenden werden verschiedene Massnahmen diskutiert, wie die finanzielle Situation im Alter verbessert werden könnte (vgl. Tabelle auf der nächsten Seite). Einige dieser Massnahmen setzen eine Reform des Systems der Altersvorsorge voraus und finden sich teils in den aktuellen Reformvorschlägen zur zweiten Säule wieder (siehe Box auf S. 25).

Länger Sparen

Ein naheliegender Ansatz zur Verkleinerung der Finanzierungslücke wäre die Erhöhung des Rentenalters. Zahlreiche europäische Länder, die mit ähnlichen demografischen Herausforderungen konfrontiert sind, verfügen bereits heute über ein höheres Rentenalter als die Schweiz. Zudem haben die meisten Länder bereits eine weitere Anhebung des Rentenalters oder eine automatische Anpassung an die Entwicklung der Lebenserwartung beschlossen (vgl. Karte). Die Schweiz hält indes eisern am geltenden Rentenalter fest. Die Botschaft des Bundesrats zur AHV 21 sieht lediglich eine Harmonisierung des Rentenalters bei 65 Jahren für Frauen sowie Männer vor. Immerhin sollen Anreize zu einer längeren Erwerbstätigkeit gesetzt werden. Auch die aktuellen Reformvorschläge zur zweiten Säule verzichten auf eine generelle Erhöhung des Rentenalters.

Trotz höherer Lebenserwartung gehen Schweizer im europäischen Vergleich früh in Rente Voraussichtliches Renteneintrittsalter im Jahr 2050*



^{*} Norwegen und Schweden haben das Rentenalter abgeschafft; der Alterskorridor bewegt sich zwischen 62 und 75 Jahren in Norwegen und zwischen 61 und 67 Jahren in Schweden (der Referenzwert für eine 100%-Rente liegt bei 67 bzw. 65 Jahren).

Quelle: F.A.Z.(2016) basierend auf Finnish Centre for Pensions, Credit Suisse

Übersicht möglicher Massnahmen zur Reduktion der zunehmenden Vorsorgelücken

	Massnahmen, die ber	Massnahmen, die eine Reform	
	seitens der Versicherten	seitens der Vorsorgeeinrichtungen	der Altersvorsorge bedingen
Länger Sparen	Arbeiten über das Rentenalter hinaus	Sparprozess in 2. Säule früher beginnen	Sparprozess in 2. Säule obligatorisch früher beginnen (Anpassung BVG)
		Erhöhung des Rentenalters (sofern aktuell unter ordentlichem BVG-Rentenalter)	
		Anreize zu längerer Erwerbstätigkeit setzen bzw. Fehlanreize korrigieren	Anreize zu längerer Erwerbstätigkeit setzen bzw. Fehlanreize korrigieren
Mehr Sparen / Vorsorgelücken mindern	 2. Säule: Freiwillig höhere Sparbeiträge leisten (sofern möglich) Einkäufe in die 2. Säule tätigen 	 Säule: Arbeitnehmern freiwillige Erhöhung der BVG-Beiträge anbieten Arbeitgeberbeiträge freiwillig erhöhen Koordinationsabzug reduzieren Sondereinlagen zugunsten des Sparkapitals durch Rückstellungen oder Einlagen der Arbeitgeber 	Säule: Erhöhung der ordentlichen BVG- Beiträge Reduktion oder Abschaffung des ordentlichen Koordinationsabzugs
	3. Säule: - Sparpotenziale der Säule 3a nutzen - weiteres Sparen in der Säule 3b		3. Säule:Nachzahlungsmöglichkeit in der Säule 3a schaffen
Höhere Renditen auf Altersguthaben erwirtschaften	Anlagestrategien der eigenen Risikofä- higkeit und Risikobereitschaft anpas- sen: - 2. Säule: 1e-Pläne für Gutverdie- nende (sofern möglich) - 3. Säule: Wertschriftenlösungen in der Säule 3a sowie 3b prüfen		Entpolitisierung des BVG-Mindest- zinssatzes zugunsten einer besseren Ausnutzung des Anlagehorizonts
		In der 2. Säule nicht vorgesehene Umverteilung von aktiven Versicherten zu Rentnern rasch reduzieren, damit die Verzinsung der Altersguthaben von aktiven Versicherten mindestens dem technischen Zins entspricht	Mindestumwandlungssatz senken bzw. dessen Festlegung entpolitisie- ren und automatisch an die Entwick- lung der Lebenserwartung und der technischen Zinssätze anpassen

Erhöhung des Rentenalters drängt sich auf

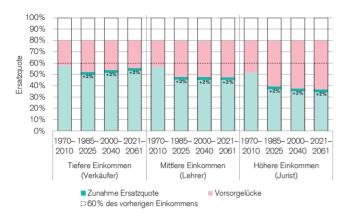
Eine Erhöhung des Rentenalters würde die Sparphase verlängern und damit den Aufbau des individuellen Altersvermögens begünstigen. Die Abbildung oben links auf S. 22 zeigt, wie sich ein um zwei Jahre höheres Rentenalter auf die Ersatzquoten der im vorherigen Kapitel beschriebenen Szenarien auswirken würde (vgl. Abb. S. 17): Durch die Verlängerung des Sparprozesses steigen die Quoten in unseren Beispielen um zwei Prozentpunkte. Der Effekt dürfte allerdings noch höher ausfallen: Weil die Pensionskassen im Durchschnitt weniger lange Leistungen entrichten müssten, würde dies ihnen unter sonst gleichen Bedingungen erlauben, den Umwandlungssatz zu erhöhen oder weniger stark zu reduzieren. Insbesondere angesichts der anstehenden Pensionierungswelle der Babyboomer wäre es nicht zuletzt angezeigt, diese an der Deckung der Finanzierungslücke zu beteiligen und eine noch stärkere Umverteilung zulasten der Jungen zu verhindern (vgl. Kapitel 1). Bei einer geringeren Umverteilung könnte den aktiven Versicherten auch wieder mehr Rendite auf den Altersguthaben gutgeschrieben werden – anders als in den letzten Jahren, in denen die Rendite auf dem Vorsorgekapital der Rentner deutlich höher war als die Verzinsung des Altersguthabens der Aktiven.

Sparen in jungen Jahren: Sinnvoll, aber Wirkung eher begrenzt Weniger wirksam als ein um zwei Jahre höheres Rentenalter wäre ein um ganze fünf Jahre früherer Sparbeginn in der zweiten Säule (ab dem 20. statt wie heute dem 25. Lebensjahr), wie dies das Modell des Schweizerischen Pensionskassenverbands (ASIP) vorsieht. Grundsätzlich ist es sinnvoll, möglichst in jungen Jahren mit dem Vorsorgesparen zu beginnen, weil so der Zinseszinseffekt voll wirken kann. Insgesamt ist die Wirkung dieser Massnahme aber begrenzt: Die Ersatzquote steigt um maximal zwei Prozentpunkte (vgl. Abb. S. 22, oben rechts). Zum einen, weil die Einkommen zu Beginn der Karriere noch relativ tief sind. Zwar liegen die Löhne auch beim Beispiel der Verkaufskraft über der Eintrittsschwelle BVG¹⁷, der unabhängig vom Einkommen anfallende Koordinationsabzug betrifft Versicherte mit geringeren Einkommen aber überproportional, weil dadurch der versicherte Lohn stark verringert wird. Zum anderen steigen neben den Löhnen auch die Beitragssätze mit dem Alter an: Die späteren Stadien des Erwerbslebens sind für den Sparprozess deshalb wichtig. Nicht zuletzt gilt es zu bedenken, dass sich ein gewichtiger Teil der unter 25-Jährigen noch in Ausbildung befindet oder Teilzeit arbeitet, was die Wirkung dieser Massnahme weiter reduziert. Unabhängig davon stellt sich für die Jungen angesichts der aktuellen

¹⁷ Die Eintrittsschwelle ist der Mindestjahreslohn, welchen eine Person bei einem Arbeitgeber erzielen muss, um obligatorisch gemäss BVG versichert zu sein (zurzeit CHF 21'330).

Erhöhung des Rentenalters um zwei Jahre ...

Ersatzquoten im Generationenvergleich bei Erhöhung des Rentenalters von 65 auf 67 Jahre

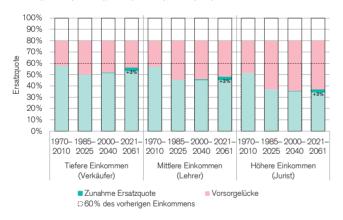


Vergangene Wertentwicklung oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: Credit Suisse

Erhöhung der Beitragssätze für unter 55-Jährige erhöht Ersatzquote um rund 3 Prozentpunkte

Ersatzquoten im Generationenvergleich bei Anpassung der Beitragssätze auf 9% (Alter 25-34), 14% (35-44), 16%(45-54), 18% (55+)

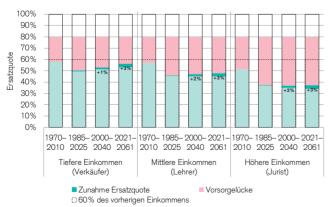


Vergangene Wertentwicklung oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: Credit Suisse

Eine langfristige Erhöhung der Rendite um 1 Prozentpunkt erhöht die Ersatzquote um über 3 Prozentpunkte

Ersatzquoten im Generationenvergleich bei Steigerung der jährlichen Rendite auf 3% bis 2040 (statt wie zuvor angenommen 2%)

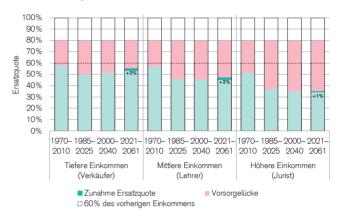


Vergangene Wertentwicklung oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: Credit Suisse

... so wirksam wie fünf Jahre früherer Sparbeginn

Ersatzquoten im Generationenvergleich bei Sparbeginn in der zweiten Säule ab dem 20. statt 25. Altersjahr (Annahme: Letzte Generation zahlte bereits ab 2016 ein)

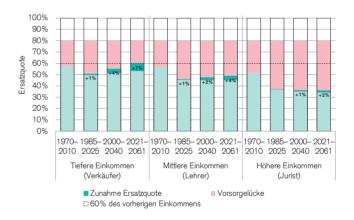


Vergangene Wertentwicklung oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: Credit Suisse

Halbierung des Koordinationsabzugs erhöht Vorsorgesparen insbesondere bei geringerem Einkommen

Ersatzquoten im Generationenvergleich bei Halbierung des Koordinationsabzugs

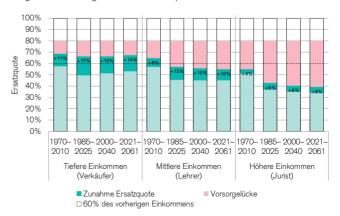


Vergangene Wertentwicklung oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Wertentwicklungen.

Quelle: Credit Suisse

Selbst bei maximalen 3a-Einzahlungen in die Säule 3a verbleiben in der Regel Vorsorgelücken

Ersatzquoten* im Generationenvergleich bei regelmässiger Einzahlung des jeweils zulässigen Maximalbetrags auf ein Säule-3a-Sparkonto



Vergangene Wertentwicklung oder Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Wertentwicklungen. * Das Kapital wird über 25 Jahre aufgebraucht. Der Einfachheit halber wurden weder Kapitalbezugssteuern noch Zinsen/Renditen in der Entsparphase berücksichtigt.

Quelle: Credit Suisse

beträchtlichen Umverteilung von Erwerbstätigen zu Rentnern und der Unsicherheit über die künftigen Renten die Frage, ob sie das Alterssparen in der zweiten Säule deutlich erhöhen wollen. Dazu müsste zunächst das System innert nützlicher Zeit auf eine nachhaltige Basis gestellt werden.

BVG-Beiträge erhöhen

Die gesetzlich vorgeschriebenen Altersgutschriften legen fest, welcher Prozentsatz des koordinierten Lohnes in die berufliche Vorsorge einbezahlt werden muss. Die Altersgutschriften steigen mit dem Alter an, von anfänglich 7% mit 25 Jahren auf bis zu 18% ab 55 Jahren. Die aktuellen Reformvorschläge sehen zur Kompensation der Reduktion des Mindestumwandlungssatzes unter anderem eine Erhöhung der Altersgutschriften insbesondere für jüngere Versicherte vor. Die Abbildung Mitte links auf Seite 22 zeigt in Anlehnung an den Reformvorschlag des Gewerbeverbands (vgl. Box auf S. 25), wie sich eine Erhöhung der Beitragssätze um zwei bis vier Prozentpunkte für alle unter 55-Jährigen ab 2021 auswirken würde. Die Ersatzquoten würden dadurch für die von 2000 bis 2040 Erwerbstätigen geringfügig höher ausfallen – jene, die 2025 in Pension gehen, sind nicht betroffen, weil sich der Satz für die über 55-Jährigen nicht ändert. Bei der von 2021 bis 2061 erwerbstätigen Generation würden hingegen die höheren Beitragssätze in den jüngeren Jahren voll wirksam und in allen Einkommensklassen zu einer um rund drei Prozentpunkte höheren Ersatzquote führen.

Reduktion des Koordinationsabzugs begünstigt insbesondere tiefere Einkommen Der Koordinationsabzug dient dazu, AHV und Pensionskasse zu koordinieren. Der Lohnanteil, der bereits in der AHV versichert ist, muss nicht nochmal in der Pensionskasse versichert werden. Der Koordinationsabzug beträgt sieben Achtel der maximalen einfachen AHV-Rente (derzeit CHF 24'885). Der vom Einkommen unabhängige, fixe Koordinationsabzug führt dazu, dass sich die Pensionskassenleistungen von Versicherten mit tieferen Löhnen (z.B. infolge Teilzeitbeschäftigung) überproportional verringern. Eine Reduktion des Koordinationsabzugs würde den versicherten Lohn erhöhen und bei unveränderten Beitragssätzen zu höheren Pensionskassenbeiträgen führen. Rund die Hälfte der Schweizer Pensionskassen kennen aber bereits heute in ihren Reglementen entweder keinen Koordinationsabzug mehr oder sie wenden einen flexiblen Abzug an. Eine Halbierung des Koordinationsabzugs ab 2021 würde besonders bei den tieferen Einkommen zu einer deutlichen Erhöhung der Ersatzquoten führen (vgl. Abb. S. 22 Mitte rechts). Auch bei mittleren und höheren Einkommen bewirken die durch Arbeitnehmer und Arbeitgeber finanzierten höheren Sparanstrengungen einen Anstieg um zwei bis vier Prozentpunkte.

Renditedifferenzen beeinflussen Vermögensaufbau entscheidend Bei den vorgängig beschriebenen Berechnungen gingen wir von einer graduellen Erholung der jährlichen Renditen von heute rund 1.5% (Stand 2019) auf 2% ab 2040 aus. Geht man von einer Zunahme auf 3% bis 2040 aus, steigert sich die Ersatzquote für die letzten Generationen um drei Prozentpunkte (vgl. Abb. S. 22 unten links). Die Rendite beeinflusst die Höhe der Altersrenten bekanntermassen substanziell, daher erscheint der Renditeeinfluss auf die Ersatzquote auf den ersten Blick womöglich als moderat. Allerdings kann selbst die letzte Generation erst ab der zweiten Hälfte ihres Erwerbslebens (ab 2040) vollständig von der finalen Rendite von 3% p.a. profitieren. Ein Teil des Zinseszinseffekts bleibt also aus. Zudem sind die Auswirkungen auf den Umwandlungssatz in dieser Simulation nicht berücksichtigt: Steigt das Renditeniveau, ist mit höheren technischen Zinssätzen zu rechnen, die wiederum die Umwandlungssätze tendenziell ansteigen lassen. Ein negatives Szenario ist indes auch denkbar: Japan verharrt etwa seit Jahren in einer Phase geringen Wachstums, tiefer Inflation und tiefer Renditen auf allen Hauptanlageklassen (Obligationen, Aktien und Immobilien). Rechnet man mit einer graduellen Reduktion der jährlichen Renditen auf 0.5% ab 2040, dann reduziert sich die Ersatzquote für die letzte Generation um rund drei Prozentpunkte.

Höhe der Rendite hängt auch von der Anlagestrategie der Pensionskassen ab

Was braucht es, damit die Renditen steigen? Versicherten ist es faktisch nicht möglich, den Renditebeitrag ihrer Zweite-Säule-Vermögen zu beeinflussen. Einzige Ausnahme bilden die 1e-Vorsorgepläne, sofern diese vom Arbeitgeber angeboten werden. Diese erlauben es aber nur den Gutverdienenden, für die Beiträge auf ihrem Lohnanteil über CHF 127'980 die Anlagestrategie selbst zu bestimmen. Allerdings trägt hier der Versicherte das Anlagerisiko selbst. Die Haupteinflussfaktoren des Renditebeitrages zum Vorsorgevermögen sind die Entwicklungen an den Kapitalmärkten sowie die gewählte Anlagestrategie. Letztere wiederum hängt von der Zielrendite sowie der Risikofähigkeit der jeweiligen Pensionskasse ab (vgl. Kapitel 1 und 2) und wird durch dieselbe bestimmt. Die Anlagestrategie der Pensionskassen ist somit die entscheidende Stellschraube bei der Höhe der Rendite. Kapitel 2 hält fest, dass die demografischen Entwicklungen die Risikofähigkeit zwar sinken lassen. Allerdings in einem Ausmass, das es über den ganzen Pensionskassenmarkt gesehen zumindest über die nächsten rund 20 Jahre noch erlauben dürfte, ähnlich gut von den renditestarken Anlageklassen zu profitieren wie heute.

Entpolitisierung des BVG-Mindestzinssatzes zugunsten einer besseren Ausnutzung des Anlagehorizonts Eine Optimierung der Anlagestrategie könnte schliesslich auch durch punktuelle Lockerungen der regulatorischen Rahmenbedingungen begünstigt werden. Schweizerische Eigenheiten im Kapitaldeckungsverfahren wie die BVG-Mindestverzinsung und die starke Orientierung am Deckungsgrad schränken die Risikofähigkeit hinsichtlich der Anlagestrategie ein: Der an sich lange Anlagehorizont der Vorsorgevermögen verliert an Wirkung, da die Altersguthaben unabhängig der Marktentwicklung jährlich positiv verzinst werden müssen (bis anhin). Zwischenzeitliche Unterdeckungen (verursacht durch Marktschwankungen) gehen zudem oftmals zu ungünstigen Zeitpunkten mit Risikoreduktionen in den Vermögensanlagen einher, um der Gefahr weiterer Deckungsgradreduktionen entgegenzuwirken.

Einzahlungen in die Säule 3a verringern Vorsorgelücken deutlich Versicherte können zur Vorbeugung von Vorsorgelücken frühzeitig und regelmässig in die private Vorsorge einzahlen. Die Abbildung unten rechts auf Seite 22 zeigt, wie sich die Sparlücke durch alljährliche Einzahlung des im jeweiligen Jahr zulässigen Maximalbetrags auf ein 3a-Sparkonto verkleinert. Da das steuerbegünstigte 3a-Sparen erst seit 1987 möglich ist, konnten die von 1970 bis 2010 Erwerbstätigen erst deutlich später im Erwerbsleben davon profitieren. Dafür lag die durchschnittliche Verzinsung z.B. auf einem 3a-Vorsorgekonto der Credit Suisse von 1987 bis 2010 bei über 3.5% pro Jahr. Auch wenn der Vermögensaufbau im aktuellen Tiefzinsumfeld deutlich langsamer verläuft, erhöht sich die Ersatzquote merklich: Für tiefere Einkommen (Verkäufer) um 14 bis 17 Prozentpunkte, für mittlere und höhere Einkommen um etwa zehn beziehungsweise fünf Prozentpunkte. Regelmässige maximale Einzahlungen in die Säule 3a haben auch im Vergleich zu vorher genannten Massnahmen einen grossen Effekt, zumal die zusätzlichen Sparanstrengungen bedeutend sind. ¹⁸ Allerdings liegen heute die durchschnittlichen Einzahlungen in die Säule 3a weit unter dem maximal zulässigen Betrag – nicht nur bei den tieferen Einkommen. ¹⁹

Private Vorsorge wird an Bedeutung gewinnen

Die Analyse zeigt zudem deutlich, dass die private Vorsorge zur Sicherstellung des gewohnten Lebensstandards im Alter weiter an Bedeutung gewinnen wird – nicht lediglich zur Abdeckung zusätzlicher individueller Bedürfnisse. Sofern nach der Pensionierung wirklich 80% des vorherigen Einkommens benötigt werden, muss dies durch ungebundene, nicht steuerprivilegierte Formen des Sparens (Säule 3b) ergänzt werden. Zudem können je nach Risikoprofil durch die Nutzung von Wertschriftenlösungen die Renditechancen in der Säule 3a gesteigert werden. Wenn man statt der Verzinsung auf einem 3a-Sparkonto eine Wertschriftenlösung mit höherer Rendite unterstellt (Rendite der 10-jährigen Bundesobligationen plus einem Zuschlag von 2.5 Prozentpunkten pro Jahr, d.h. eine etwas höhere Aktienquote), lassen sich die Ersatzquoten noch deutlich erhöhen: Bei den tieferen Einkommen beträgt die Differenz gegenüber dem Szenario ohne 3a-Vorsorge +26 Prozentpunkte, bei den mittleren und höheren Einkommen +18 beziehungsweise +9 Prozentpunkte.

Erhalt des Leistungsniveaus erfordert verschiedene Massnahmen Zur Sicherstellung des gewohnten Lebensstandards für künftige Rentner ist ein Paket verschiedener Massnahmen nötig. Die aktuellen Reformvorschläge zur zweiten Säule zielen einerseits auf die überfällige Reduktion des Mindestumwandlungssatzes ab (vgl. Box S. 25). Andererseits käme es zu einem leichten Anstieg der Altersbeiträge über eine Erhöhung der Beitragssätze beziehungsweise eine Reduktion des Koordinationsabzugs. Für die in den Jahren nach der Revision in Rente gehenden Versicherten sind zudem Kompensationsmassnahmen geplant. Der «Sozialpartnerkompromiss» sieht z.B. einen pauschalen monatlichen Rentenzuschlag vor, der lebenslang an die ersten fünfzehn Neurentnerjahrgänge ab Inkrafttreten der Reform ausbezahlt würde – unabhängig vom Einkommen. Finanziert würde dies durch eine Erhöhung der Lohnbeiträge um 0.5% auf allen AHV-pflichtigen Einkommen. Die in der zweiten Säule unerwünschte Umverteilung von Aktiven zu Rentnern würde dadurch noch weiter verstärkt.

Rein einnahmeseitige Massnahmen reichen nicht – das Rentenalter muss steigen Die vorwiegend einnahmeseitigen Massnahmen müssten durch die Arbeitnehmer und die Arbeitgeber finanziert werden und erhöhen die ohnehin hohen Lohnkosten in der Schweiz. Zudem müssten die Abgaben zugunsten der Altersvorsorge bei fixem Rentenalter laufend ansteigen, weil die durchschnittliche Lebenserwartung noch weiter ansteigt. ²⁰ Der zielführendste Ansatz, um die Nachhaltigkeit der Altersvorsorge zu erhöhen, wird indessen aufgeschoben: Eine baldige, schrittweise Erhöhung des Rentenalters. Denn dadurch würde gleichzeitig die Ansparphase verlängert und die Rentenzahlungen im Durchschnitt weniger lang erfolgen. Dadurch würde auch die Umverteilung von Jung zu Alt reduziert und der Generationenvertrag gestärkt.

¹⁸ Aktuell liegt der 3a-Maximalbetrag z.B. bei CHF 6'826. Bei einem Bruttoeinkommen von CHF 100'000 (abzüglich Koordinationsabzug liegt das versicherte Einkommen bei ca. CHF 75'000) führt eine Erhöhung der Beitragssätze um 2 Prozentpunkte hingegen nur zu CHF 1'500 höheren Einzahlungen in die zweite Säule.

¹⁹ Für weitere Informationen, vgl. Credit Suisse (2019), Mind the Gap: Teilzeit, Auszeit, Vorsorgelücke.

²⁰ Vgl. z.B. Aymo Brunetti (2019): «Nur eine schrittweise Erhöhung des Rentenalters kann die Nachhaltigkeit der Schweizer Altersvorsorge sichern» oder Martin Eling (2018): «Reformmöglichkeiten für die schweizerische Altersvorsorge: Eine Analyse aus versicherungsökonomischer Perspektive».

Vorschläge zur Reform der beruflichen Vorsorge

Nach Ablehnung des Reformpakets Altersvorsorge 2020 in der Volksabstimmung vom 24. September 2017 hat der Bundesrat beschlossen, die Reform der AHV und des BVG in zwei getrennten Vorlagen anzugehen. Die Sozialpartner wurden beauftragt, einen Vorschlag zur Revision der beruflichen Vorsorge vorzustellen. Am 2. Juli 2019 präsentierten die drei nationalen Dachorganisationen der Arbeitnehmer und Arbeitgeber (Schweizerischer Arbeitgeberverband, Travail.Suisse und Schweizerischer Gewerkschaftsbund) ihren «Sozialpartnerkompromiss». Der ebenfalls an den Verhandlungen beteiligte Schweizerische Gewerbeverband (SGV) legte ein eigenes Modell vor. Der Schweizerische Pensionskassenverband (ASIP) präsentierte bereits im Mai 2019 einen Vorschlag für eine BVG-Reform.

Eckwerte ausgewählter Reformvarianten im Vergleich zu heute

	BVG (Stand 2019)	Sozialpartner- kompromiss	Vorschlag SGV	Vorschlag ASIP
Sparbeginn	Alter 25	unverändert	unverändert	Alter 20
Beitragssätze nach Altersgruppe	25 – 34: 7% 35 – 44: 10% 45 – 54: 15% 55+: 18%	25 – 44: 9% 45+: 14%	25 – 34: 9% 35 – 44: 14%, 45 – 54: 16% 55+: 18%	20 – 34: 9% 35 – 44: 12% 45 – 54: 16% 55+: 18%
Koordinationsabzug	CHF 24'885	CHF 12'443 (½ des heutigen Abzugs)	unverändert	60% des AHV-pflichtigen Lohns (höchstens ¾ der max. AHV-Rente, d.h. derzeit CHF 21'330)
Eintrittsschwelle	CHF 21'330	unverändert	unverändert	unverändert
Rentenalter	Männer 65, Frauen 64	65	65	65
Mindestumwandlungssatz	6.8%	6% (sofortige Reduktion)	6%	5.8% (sofortige Reduktion)
Übergangsfrist		Mindestens 15 Jahre	10 Jahre (Option: 15 – 20 Jahre)	10 Jahre
Kompensationsmass- nahmen während Übergangsfrist		Pauschaler monatlicher, lebenslanger Rentenzuschlag für Übergangsgeneration: Jahrgang 1 – 5 / 6 – 10/11 – 15: CHF 200/150/100, ab 16. Jahrgang: Entscheid Bundesrat	Vollständige Kompensation für Übergangsgeneration	Prozentuale Erhöhung des BVG-Altersguthabens für Übergangsgeneration (anfangs 13.5%, dann jährlich 1.5% weniger)
Finanzierung der Kompensationsmassnah- men		Umlageverfahren: Lohnbeitrag von 0.5% auf allen AHV-pflichtigen Einkommen	Zentral via Sicherheitsfonds BVG	Dezentral durch Rück- stellungen der jeweiligen Pensionskasse
Geschätzte Reformkosten pro Jahr (gemäss Initianten)		CHF 2.7 Mrd.: - Erhöhung Sparbeiträge: CHF 1.4 Mrd. - Lohnbeitragserhöhungen für Rentenzuschläge: CHF 1.5 Mrd. - Wegfall Zuschüsse ungünstige Altersstruktur: -CHF 0.2 Mrd.	CHF 1.5 Mrd.: - Erhöhung Sparbeiträge: CHF 1.1 Mrd Kompensationsmass- nahmen: CHF 400 Mio.	CHF 2.1 Mrd.: - Erhöhung Sparbeiträge: CHF 2.1 Mrd.

Eine Übersicht über weitere Vorschläge zur Reform der zweiten Säule findet sich auf der Webseite des Vorsorgeforums (www.vorsorgeforum.ch) unter BVG-Reform 2022.

Quelle: Bundesamt für Sozialversicherungen, Schweizerischer Arbeitgeberverband, Schweizerische Gewerbeverband, ASIP, Vorsorgeforum, Credit Suisse

Glossar

Altersguthaben Summe der angesammelten Altersgutschriften inklusive Freizügigkeitsleistungen und Zinsen.

Altersgutschrift Betrag, der jährlich dem Altersguthaben einer versicherten Person gutgeschrieben wird. Die An-

sätze werden in Prozent des koordinierten Jahreslohns festgesetzt und hängen vom Alter der ver-

sicherten Person ab.

Bei einer Vorsorgeeinrichtung mit Beitragsprimat wird die Beitragshöhe im Reglement festgelegt

(in festen Frankenbeträgen oder in Prozenten einer Bezugsgrösse) und daraus die Höhe der ein-

zelnen Vorsorgeleistungen ermittelt.

BVG Das Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen und Invalidenvorsorge wurde 1985

in Kraft gesetzt.

Deckungsgrad Verhältnis zwischen dem Vorsorgevermögen und dem versicherungstechnisch notwendigen Vor-

sorgekapital einer Vorsorgeeinrichtung. Liegt der Deckungsgrad unter 100%, besteht eine Unter-

deckung.

Eintrittsschwelle Mindestjahreslohn, den ein Versicherter bei einem Arbeitgeber erzielen muss, um obligatorisch ge-

mäss BVG versichert zu sein (zurzeit CHF 21'330).

Koordinationsabzug Betrag, der vom Jahreslohn abgezogen wird, um den versicherten Lohn zu bestimmen. Der Abzug

beträgt 7/8 der maximalen AHV-Rente (zurzeit CHF 24'885).

Leistungsprimat Bei einer Vorsorgeeinrichtung mit Leistungsprimat wird die Art und Höhe der Vorsorgeleistungen

im Reglement festgelegt (in festen Frankenbeträgen oder in Prozenten einer Bezugsgrösse) und

daraus individuell oder kollektiv die Höhe der Beiträge ermittelt.

Mindestumwand-

lungssatz

Umwandlungssatz, den die Vorsorgeeinrichtungen im Zeitpunkt des ordentlichen Rentenalters auf den obligatorischen Teil des Vorsorgekapitals mindestens anwenden müssen (zurzeit 6,8%).

Mindestzins Vom Bundesrat festgelegter Zinssatz, zu dem die Vorsorgeeinrichtungen die Altersguthaben der

obligatorischen Vorsorge (BVG) mindestens verzinsen müssen.

Obligatorium/ Überobligatorium Im BVG definierte Mindestleistungen für Alter, Tod und Invalidität werden als Obligatorium be-

zeichnet, darüber hinausgehende Leistungen als Überobligatorium.

Sollrendite Benötigte Rendite auf dem Vorsorgevermögen zur Aufrechterhaltung des bestehenden Deckungs-

grades.

Technischer Zinssatz

Diskontsatz (oder Bewertungszinssatz), mit dem sich die Vorsorgekapitalien oder technischen

Rückstellungen sowie die Finanzierung einer Vorsorgeeinrichtung bestimmen lassen.

Umhüllende Vorsorgeeinrichtung

Einrichtung, die Leistungen versichert, die über die minimalen gesetzlichen Vorgaben des BVG hinausgehen und für das gesamte Altersguthaben (obligatorischer und überobligatorischer Be-

reich) einen einheitlichen Umwandlungssatz anwendet.

Umwandlungssatz Prozentsatz, mit dem bei der Pensionierung aus dem Altersguthaben die jährliche, lebenslänglich

auszurichtende Altersrente berechnet wird.

Unterdeckung Eine Unterdeckung besteht, wenn am Bilanzstichtag das durch den Experten für berufliche Vor-

sorge berechnete versicherungstechnisch notwendige Vorsorgekapital nicht durch das verfügbare

Vorsorgevermögen gedeckt ist.

Vorsorgekapital Verpflichtung der Vorsorgeeinrichtung gegenüber den Versicherten. Das Vorsorgekapital der akti-

ven Versicherten entspricht im Beitragsprimat der Summe der Altersguthaben der Versicherten.

Das Vorsorgekapital der Rentner entspricht dem Barwert aller laufenden Renten.

Wertschwankungsreserven

Wertschwankungsreserven dienen dazu, Kursschwankungen auf den Vermögensanlagen aufzu-

fangen, um eine Unterdeckung und allfällige Sanierungsmassnahmen zu vermeiden.

Mit 1e-Vorsorgeplänen (benannt nach Art. 1e BVV 2) können Vorsorgeeinrichtungen, die aus-1e-Vorsorgepläne schliesslich Lohnanteile über der anderthalbfachen BVG-Lohnobergrenze versichern (zurzeit CHF

127'980), Vorsorgepläne mit unterschiedlichen Anlagestrategien anbieten.

Wichtige Informationen

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

Risikowarnung

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

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

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

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

Finanzmarktrisiken

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

Schwellenmärkte

In Fällen, in denen sich dieser Bericht auf Schwellenmärkte bezieht, weisen wir Sie darauf hin, dass mit Anlagen und Transaktionen in verschiedenen Anlagekategorien von oder in Zusammenhang oder Verbindung mit Emittenten und 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 Ausfalls solcher Anlagen zu tragen. Es liegt in Ihrer Verantwortung, die Risiken, die sich aus Anlagen in Schwellenmärkten ergeben, und Ihre Portfolio-Strukturierung zu steuern. Bezüglich der unterschiedlichen Risiken und Faktoren, die es bei Anlagen in Schwellenmärkten zu berücksichtigen gilt, sollten Sie sich von Ihren eigenen Beratern beraten lassen.

Alternative Anlagen

Hedge-Fonds unterliegen nicht den zahlreichen Bestimmungen zum Schutz von Anlegern, die für regulierte und zugelassene gemeinsame Anlagen gelten; Hedge-Fonds-Manager sind weitgehend unreguliert. Hedge-Fonds sind nicht auf eine bestimmte Zurückhaltung bei Anlagen oder Handelsstrategie beschränkt und versuchen, in den unterschiedlichsten Märkten Gewinne zu erzielen, indem sie auf Fremdfinanzierung, Derivate und komplexe, spekulative Anlagestrategien setzen, die das Risiko eines Anlageausfalls erhöhen können. Rohstofftransaktionen bergen ein hohes Risiko, einschliesslich Totalverlust, und sind für viele Privatanleger möglicherweise ungeeignet. Die Performance dieser Anlagen hängt von unvorhersehbaren Faktoren ab, etwa Naturkatastrophen, Klimaeinflüssen, Transportkapazitäten, politischen Unruhen, saisonalen Schwankungen und starken Einflüssen aufgrund von Fortschreibungen, insbesondere bei Futures und Indizes.

Private Equity

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

Zins- und Ausfallrisiken

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

Investment Strategy Department

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

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

Allgemeiner Haftungsausschluss / Wichtige Information

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

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

KEINE VERBREITUNG, AUFFORDERUNG ODER BERATUNG: Diese Publikation dient ausschliesslich zur Information und Veranschaulichung sowie zur Nutzung durch Sie. Sie ist weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zur Zeichnung oder zum Erwerb von 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 andern. Die CS ist nicht verpflichtet sicherzustellen, dass solche Aktualisierungen zu Ihrer Kenntnis gelangen. PROGNOSEN & SCHÄTZUNGEN: Vergangene Wertentwicklungen sollten weder als Hinweis noch als Garantie für zukünftige Ergebnisse aufgefasst werden, noch besteht eine ausdrückliche oder implizierte Gewährleistung für künftige Wertentwicklungen. Soweit dieser Bericht Aussagen über künftige Wertentwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und bergen daher diverse Risiken und Ungewissheiten. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Sämtliche hierin erwähnten Bewertungen unterliegen den CS-Richtlinien und -Verfahren zur Bewertung. KONFLIKTE: Die CS behält sich das Recht vor, alle in dieser Publikation unter Umständen enthaltenen Fehler zu korrigieren. Die CS, ihre verbundenen Unternehmen und/oder deren Mitarbeitende halten möglicherweise Positionen oder Bestände, haben andere materielle Interessen oder tätigen Geschäfte mit hierin erwähnten Wertschriften oder Optionen auf diese Wertschriften oder tätigen andere damit verbundene Anlagen und steigern oder verringern diese Anlagen von Zeit zu Zeit. Die CS bietet den hierin erwähnten Unternehmen oder Emittenten möglicherweise in erheblichem Umfang Beratungs- oder Anlagedienstleistungen in Bezug auf die in dieser Publikation aufgeführten Anlagen oder damit verbundene Anlagen oder hat dies in den vergangenen zwölf Monaten getan. Einige hierin aufgeführte Anlagen werden von einem Unternehmen der CS oder einem mit der CS verbundenen Unternehmen angeboten oder die CS ist der einzige Market Maker für diese Anlagen. Die CS ist involviert in zahlreiche Geschäfte, die mit dem genannten Unternehmen in Zusammenhang stehen. Zu diesen Geschäften gehören unter anderem spezialisierter Handel, Risikoarbitrage, Market Making und anderer Eigenhandel. BESTEUERUNG: Diese Publikation enthält keinerlei Anlage-, Rechts-, Bilanz- oder Steuerberatung. Die CS berät nicht hinsichtlich der steuerlichen Konsequenzen von Anlagen und empfiehlt Anlegern, einen unabhängigen Steuerberater zu konsultieren. Die Steuersätze und Bemessungsgrundlagen hängen von persönlichen Umständen ab und können sich jederzeit ändern. QUELLEN: Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus oder basieren auf Quellen, die von CS als zuverlässig erachtet werden; dennoch garantiert die CS weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die CS lehnt jede Haftung für Verluste ab, die aufgrund der Verwendung dieses Berichts entstehen. WEBSITES: Der Bericht kann Internet-Adressen oder die entsprechenden Hyperlinks zu Websites enthalten. Die CS hat die Inhalte der Websites, auf die Bezug genommen wird, nicht über-

prüft und übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, es sei denn, es

handelt sich um eigenes Website-Material der CS. Die Adressen und Hyperlinks (einschliesslich Adressen und Hyperlinks zu dem eigenen Website-Material der CS) werden nur als praktische Hilfe und Information für Sie veröffentlicht, und die Inhalte der Websites, auf die verwiesen wird, sind keinesfalls Bestandteil des vorliegenden Berichts. Der Besuch der Websites oder die Nutzung von Links aus diesem Bericht oder der Website der CS erfolgen auf Ihr eigenes Risiko. DATENSCHUTZ: Ihre Personendaten werden gemäss der Datenschutzerklärung von Credit Suisse verarbeitet, die Sie von zu Hause aus über die offizielle Homepage von Credit Suisse https://www.credit-suisse.com - abrufen können. Um Sie mit Marketingmaterial zu unseren Produkten und Leistungen zu versorgen, können Credit Suisse Group AG und ihre Tochtergesellschaften Ihre wichtigsten Personendaten (d. h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse) verarbeiten, bis Sie uns davon in Kenntnis setzen, dass Sie diese nicht mehr erhalten wollen. Sie können dieses Material jederzeit abbestellen, indem Sie Ihren Kundenberater benachrichtigen.

Allgemeiner Haftungsausschluss / Vertriebsinformationen

Verbreitende Unternehmen

Wo im Bericht nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Schweizer Bank Credit Suisse AG verteilt, die der Zulassung und Regulierung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht untersteht. Bahrain: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse AG, Bahrain Branch, die von der Central Bank of Bahrain (CBB) als Investment Business Firm der Kategorie 2 zugelassen ist und beaufsichtigt wird. Zugehörige Finanzdienstleistungen oder -produkte werden ausschliesslich professionellen Kunden oder qualifizierten Anlegern gemäss Definition der CBB angeboten und sind nicht für andere Personen vorgesehen. Die CBB hat dieses Dokument oder die Vermarktung eines Anlageinstruments, auf das hier Bezug genommen wird, im Königreich Bahrain weder geprüft noch genehmigt und haftet nicht für die Wertentwicklung eines solchen Anlageinstruments. Credit Suisse AG, Bahrain Branch, eine Niederlassung der Credit Suisse AG, Zürich/Schweiz befindet sich an folgender Adresse: Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Königreich Bahrain. Deutschland: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin») zugelassen ist und reguliert wird. DIFC: Diese Informationen werden von der Credit Suisse AG (DIFC Branch) verteilt, die über eine ordnungsgemässe Lizenz der Dubai Financial Services Authority (DFSA) verfügt und unter deren Aufsicht steht. Finanzprodukte oder Finanzdienstleistungen in diesem Zusammenhang richten sich ausschliesslich an professionelle Kunden oder Vertragsparteien gemäss Definition der DFSA und sind für keinerlei andere Personen bestimmt. Die Adresse der Credit Suisse AG (DIFC Branch) lautet Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. Frankreich: Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Succursale en France («französische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die französische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und den beiden französischen Aufsichtsbehörden Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und Autorité des Marchés Financiers. Guernsey: Dieser Bericht wird von Credit Suisse AG Guernsey Branch, einer Zweigstelle der Credit Suisse AG (Kanton Zürich), mit Sitz in Helvetia Court, Les Échelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey, vertrieben. Credit Suisse AG Guernsey Branch wird zu 100% von der Credit Suisse AG gehalten und von der Guernsey Financial Services Commission überwacht. Exemplare der letzten Abschlüsse werden auf Wunsch bereitgestellt. Indien: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch die Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN-Nr. U67120MH1996PTC104392), die vom Securities and Exchange Board of India als Researchanalyst (Registrierungsnr. INH 000001030), als Portfoliomanager (Registrierungsnr. INP000002478) und als Börsenmakler (Registrierungsnr. NZ000248233) unter der folgenden Geschäftsadresse beaufsichtigt wird: 9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai - 400 018, Indien, Telefon +91-22 6777 3777. Italien: Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt über Credit Suisse (Qatar) L.L.C., die von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) unter der QFC-Lizenz-Nummer 00005 zugelassen ist und reguliert wird. Alle betreffenden Finanzprodukte oder Dienstleistungen werden ausschliesslich Firmenkunden oder Marktkontrahenten (gemäss Definition der QFCRA) angeboten, einschliesslich natürlicher Personen, die sich als Firmenkunden einstufen liessen, mit einem Nettovermögen von mehr als QR 4 Millionen und ausreichenden Finanzkenntnissen, -erfahrungen und dem entsprechenden Verständnis bezüglich solcher Produkte und/oder Dienstleistungen. Daher dürfen andere Personen diese Informationen weder erhalten noch sich darauf verlassen. Libanon: Der Vertrieb des vorliegenden Berichts erfolgt durch die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (CSLF), ein Finanzinstitut, das durch die Central Bank of Lebanon (CBL) reguliert wird und unter der Lizenzierungsnummer 42 als Finanzinstitut eingetragen ist. Für die Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL gelten die gesetzlichen und regulatorischen Bestimmungen der CBL sowie die Gesetze und Entscheidungen der Capital Markets Authority of Lebanon (CMA). Die CSLF ist eine Tochtergesellschaft der Credit Suisse AG und gehört zur Credit Suisse Group (CS). Die CMA übernimmt keinerlei Verantwortung für die im vorliegenden Bericht enthaltenen inhaltlichen Informationen, wie z.B. deren Richtigkeit oder Vollständigkeit. Die Haftung für den Inhalt dieses Berichts liegt beim Herausgeber, seinen Direktoren oder anderen Personen, wie z.B. Experten, deren Meinungen mit ihrer Zustimmung Eingang in diesen Bericht gefunden haben. Darüber hinaus hat die CMA auch nicht beurteilt, ob die hierin erwähnten Anlagen für einen bestimmten Anleger oder Anlegertyp geeignet sind. Anlagen in Finanzmärkte können mit einem hohen Ausmass an Komplexität und Risiko einhergehen und sind möglicherweise nicht für alle Anleger geeignet. Die CSLF prüft die Eignung dieser Anlage auf Basis von Informationen, die der Anleger der CSLF zugestellt hat, und in Übereinstimmung mit den internen Richtlinien und Prozessen der Credit Suisse. Es gilt als vereinbart, dass sämtliche Mitteilungen und Dokumentationen der CS und/oder der CSLF in Englisch erfolgen bzw. abgefasst werden. Indem er einer Anlage in das Produkt zustimmt, bestätigt der Anleger, dass er gegen die Verwendung der englischen Sprache nichts einzuwenden hat. Luxemburg: Dieser Bericht wird veröffentlicht von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Credit Suisse (Luxembourg) S.A. unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Mexiko: Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) and C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. («Credit Suisse Mexico»). Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt keine Empfehlung, Beratung oder Einladung zur Durchführung einer Transaktion dar und ersetzt nicht die direkte Kommunikation mit Ihrem Kundenberater bei der Credit Suisse Mexiko vor der Ausführung einer Finanzinvestition. Die Personen, die dieses Dokument ausgearbeitet haben, erhalten von keinem anderen Unternehmen der Credit Suisse Group als demjenigen, das sie beschäftigt, eine Zahlung oder Vergütung. Die Prospekte, Ängebotsunterlagen, Termsheets, Anlagestrategien, Jahresberichte und periodischen Finanzinformationen enthielten nützliche Informationen für Anleger. Diese Dokumente sind kostenlos erhältlich, direkt beim Emittenten von Wertpapieren und bei Anlagefondsmanagern oder auf der Wertpapier- und Börsen-Webseite sowie bei Ihrem Kundenberater bei der Credit Suisse Mexiko. Die hierin enthaltenen Informationen ersetzen nicht die Kontoauszüge, den INFORME DE OPERACIONES und/oder Bestätigungen, die Sie von der Credit Suisse Mexico gemäss den für Finanzinstitute und andere Personen, die Wertpapierdienstleistungen erbringen, geltenden allgemeinen Regeln erhalten. C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. ist ein nach dem Securities Market Law («LMV») ordnungsgemäss eingetragener Anlageberater, der bei der National Banking and Securities Commission («CNBV») unter der Folionummer 30070 registriert ist und daher keine Bank ist, weder zur Entgegennahme von Einlagen noch zur Verwahrung von Wertpapieren berechtigt ist und nicht der Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V. angehört. Gemäss den Bestimmungen des LMV ist die C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V. kein unabhängiger Anlageberater gemäss ihrer Beziehung zur Credit Suisse AG, einem ausländischen Finanzinstitut, und ihrer indirekten Beziehung zur Grupo Financiero Credit Suisse (Mexiko), S.A. de C.V. Die Personen, die dieses Dokument erstellt haben, erhalten von keinem anderen Unternehmen der Credit Suisse Group als demjenigen, das sie beschäftigt, eine Zahlung oder Vergütung. Niederlande: Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. Netherlands Branch («niederländische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die niederländische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der niederländischen Aufsichtsbehörde De Nederlansche Bank (DNB) sowie der niederländischen Marktaufsicht Autoriteit Financiële Markten (AFM). Österreich: Dieser Bericht wird von CREDIT SUISSE (LUXEM-BOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich («österreichische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von CREDIT SUISSE (LU-XEMBOURG) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die österreichische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), d'Arlon, L-2991 Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg und der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Wien, Österreich. 283, route Portugal: Dieser Bericht wird von Credit Suisse (Luxembourg) S.A., Sucursal em Portugal («portugiesische Zweigniederlassung») veröffentlicht, die eine Niederlassung von Credit Suisse (Luxembourg) S.A. ist, einem ordnungsgemäss zugelassenen Kreditinstitut im Grossherzogtum Luxemburg unter der Anschrift 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg. Die portugiesische Zweigniederlassung unterliegt der prudentiellen Aufsicht der luxemburgischen Aufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) und der portugiesischen Aufsichtsbehörde Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM). Saudi-Arabien: Diese Informationen werden von der Credit Suisse Saudi Arabia (CR Number 1010228645) veröffentlicht, die von der saudi-arabischen Aufsichtsbehörde (Saudi Arabian Capital Market Authority) gemäss der Lizenz Nr. 08104-37 vom 23.03.1429 d. H. bzw. 21.03.2008 n. Chr. ordnungsgemäss zugelassen und beaufsichtigt ist. Der Sitz der Credit Suisse Saudi Arabia liegt in der King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi-Arabien. Website: https://www.credit-suisse.com/sa. Südafrika: Die Verteilung dieser Informationen erfolgt über Credit Suisse AG, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 9788 registriert ist, und/oder über Credit Suisse (UK) Limited, die als Finanzdienstleister von der Financial Sector Conduct Authority in Südafrika unter der FSP-Nummer 48779 registriert ist. Spanien: Dieser Bericht wird in Spanien von der Credit Suisse AG, Sucursal en España, einem Unternehmen, das bei der Comisión Nacional del Mercado de Valores eingetragen ist, verteilt. Türkei: Die hierin enthaltenen Anlageinformationen, Anmerkungen und Empfehlungen fallen nicht unter die Anlageberatungstätigkeit. Die Anlageberatungsleistungen für Kunden werden in massgeschneiderter Form von den dazu berechtigten Instituten erbracht, und zwar unter Berücksichtigung der jeweiligen Risiko- und Ertragspräferenzen der Kunden. Die hierin enthaltenen Kommentare und Beratungen sind hingegen allgemeiner Natur. Die Empfehlungen sind daher mit Blick auf Ihre finanzielle Situation oder Ihre Risiko- und Renditepräferenzen möglicherweise nicht geeignet. Eine Anlageentscheidung ausschliesslich auf Basis der hierin enthaltenen Informationen resultiert möglicherweise in Ergebnissen, die nicht Ihren Erwartungen entsprechen. Der Vertrieb dieses Berichts erfolgt durch Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi, die vom Capital Markets Board of Turkey beaufsichtigt wird und ihren Sitz an der folgenden Adresse hat: Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul, Türkei. Vereinigtes Königreich: Dieser Bericht wurde von der Credit Suisse (UK) Limited und der Credit Suisse Securities (Europe) Limited herausgegeben. Die Credit Suisse Securities (Europe) Limited und die Credit Suisse (UK) Limited verfügen beide über eine Zulassung der Prudential Regulation Authority und stehen unter der Aufsicht der Financial Conduct Authority und Prudential Regulation Authority. Sie sind der Credit Suisse zugehörige, aber rechtlich unabhängige Gesellschaften. Der Schutz privater Kunden durch die Financial Conduct Authority und/oder Prudential Regulation Authority gilt nicht für Investments oder Dienstleistungen, die durch eine Person ausserhalb des Vereinigten Königreichs angeboten werden. Das Financial Services Compensation Scheme gilt nicht, wenn der Emittent seine Verpflichtungen nicht erfüllt. Sofern es im Vereinigten Königreich verteilt wird oder zu Auswirkungen im Vereinigten Königreich führen könnte, stellt dieses Dokument eine von der Credit Suisse (UK) Limited genehmigte Finanzwerbung dar. Die Credit Suisse (UK) Limited ist durch die Prudential Regulation Authority zugelassen und wird hinsichtlich der Durchführung von Anlagegeschäften im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority und die Prudential Regulation Authority beaufsichtigt. Der eingetragene Geschäftssitz der Credit Suisse (UK) Limited ist Five Cabot Square, London, E14 4QR. Bitte beachten Sie, dass die Vorschriften des britischen Financial Services and Markets Act 2000 zum Schutz von Privatanlegern für Sie nicht gelten und dass Sie keinen Anspruch auf Entschädigungen haben, die Anspruchsberechtigten («Eligible Claimants») im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise zur Verfügung gestellt werden. Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation des einzelnen Kunden ab und kann sich künftig ändern.

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

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

19C013A_IS

Weitere Publikationen der Credit Suisse

Private Altersvorsorge:

Mind the Gap: Teilzeit, Auszeit, Vorsorgelücke

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

11. April 2019

Schweizer KMU-Wirtschaft 2019: Exporthürden in der Praxis

Im Rahmen der KMU-Studienreihe wurden in der diesjährigen Ausgabe rund 560 Schweizer KMU zu verschiedenen Aspekten rund um das Thema Protektionismus und Handelshemmnisse befragt.

27. August 2019

Monitor Schweiz

3. Quartal 2019

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

17. September 2019

Immobilienmonitor

3. Quartal 2019

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

26. September 2019



CREDIT SUISSE AG

Investment Solutions & Products Postfach 300 CH-8070 Zürich credit-suisse.com