

1. Preis TV: SRF Rundschau

in Zusammenarbeit mit ZDF und Washington Post:
«Geheimdienstaffäre Crypto AG»



Fiona Endres



Nicole Vögele



Anielle Peterhans



Dominik Meier



Mario Poletti

**Worum es bei der Sendung geht
und warum die Rundschau gewonnen hat:
s. Laudationes von Prof. Jarren.**

Link zur Sendung: [private.ch](https://www.private.ch)

1. Preis Online und Print: The Market

Website «themarket.ch» und Print-Sonderausgabe «Erfolgreich anlegen in extremen Zeiten»



Von links nach rechts: Sandro Rosa (Mitgründer und Stellvertretender Chefredaktor), Andreas Kälin (Redaktor), Gregor Mast (Mitgründer und Redaktor), Ruedi Keller (Mitgründer und Redaktor), Daniel Zulauf (Redaktor), Fabio Pasinetti (Produktmanager), Ruedi Minger (Leiter Verkauf), Mark Dittli (Mitgründer und Chefredaktor), Christoph Gisiger (Mitgründer und Redaktor)...



... und Michael Griesdorf
(Redaktor)

Vollständige Print-Sonderausgabe: private.ch

the market

NZZ

Unabhängige Analyse und Meinung
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten



themarket.ch

Erfolgreich anlegen in extremen Zeiten

Die Covid-19-Pandemie wird die Weltwirtschaft einbrechen lassen. An den Börsen herrscht Ratlosigkeit. Jetzt ist eine ruhige Hand am Steuer gefragt. Wo lauern an den Finanzmärkten Gefahren, wo eröffnen sich Chancen? The Market geht den wichtigen Fragen nach und bietet Navigationshilfe.

Börsen im Bewertungstest Seite 6
Felix Zulauf im Interview Seite 8
Die Kaufliste für nach der Krise Seite 20
Die besten Dividendenzahler Seite 22
Kampf gegen die Pandemie Seite 28

the market

NZZ



themarket.ch

Unabhängige Analyse und Meinung
für bessere Entscheidungen an den Finanzmärkten

The Market (<https://themarket.ch/>) ist ein digitales Finanzmedium, das sich an Anlegerinnen und Anleger im deutschsprachigen Raum richtet. Ein achtköpfiges Redaktionsteam publiziert jeden Tag zwei bis fünf Analysen zu relevanten Anlagethemen, zu globalen makroökonomischen Entwicklungen, präsentiert konkrete Anlageideen und Interviews mit herausragenden Personen aus der Finanzwelt. Ein Netz von festen externen Autorinnen und Autoren liefert pro Woche zwei bis vier «Food for Thought»-Beiträge.

The Market ist keine News-Plattform, sondern fokussiert sich auf unaufgeregte Analyse, Einordnung und Meinung. Das redaktionelle Angebot wird komplettiert von einer Reihe von täglichen und wöchentlichen Newslettern sowie einem umfassenden Angebot an Finanzmarktdaten (themarket.ch/boerse).

The Market ist ein Joint Venture eines Gründerteams von sieben Schweizer Wirtschaftsjournalisten und der NZZ-Gruppe. Das Gründerteam hält 60% der Aktien, die NZZ-Gruppe hält 40%. Initiator ist Mark Dittli, der frühere Chefredaktor der «Finanz und Wirtschaft».

Zum Team gehören:

Mark Dittli, Chefredaktor und Geschäftsführer

Sandro Rosa, Stellvertretender Chefredaktor

Ruedi Keller, Redaktor

Gregor Mast, Redaktor

Christoph Gisiger, Redaktor

Michael Griesdorf, Redaktor

Andreas Kälin, Redaktor

Daniel Zulauf, Redaktor

Ruedi Minger, Leiter Verkauf

Fabio Pasinetti, Leiter Produktmanagement

Mehr Informationen über The Market:

<https://themarket.ch/ueber-the-market>

MEINUNG

Die Fragilität der Monokultur

Die Coronakrise stürzt die Weltwirtschaft in eine Rezession. Doch Sars-CoV-2 ist bloss der Auslöser des Bebens, nicht aber die Ursache der Fragilitäten im Wirtschaftssystem. **Von Mark Dittli**

Das mächtigste Wesen auf der Erde im Frühjahr 2020 ist ein Nukleinsäurestrang von rund einem Zehntausendstel Millimeter Grösse. Das auf den Namen Sars-CoV-2 getaufte Coronavirus hat per Ende März mehr als 30'000 Menschenleben gefordert, weite Teile der Weltwirtschaft lahmgelegt und an den Aktienmärkten den schnellsten Einbruch aller Zeiten provoziert.

Zahlreiche Volkswirtschaften, vor allem die USA und die Staaten Westeuropas, werden einen Rückgang ihrer Wirtschaftsleistung erleben, der prozentual betrachtet wahrscheinlich die Dimensionen der Grossen Depression übertrifft. Regierungen sprechen Billionen für Hilfsmassnahmen, die Zentralbanken pumpen Liquidität wie nie zuvor. Es ist evident: Es wird eine Welt vor und eine Welt nach der Pandemie geben.

In diesem Umfeld liegt es nahe, die Turbulenzen in Weltwirtschaft und Finanzmärkten einzig auf das Coronavirus zurückzuführen. Doch das wäre falsch. Das Virus bringt Fragilitäten an die Oberfläche, die seit Jahren im System schlummerten. Nun brechen sie auf. Sars-CoV-2 ist bloss der Auslöser für das Beben, nicht aber die Ursache der Fragilitäten.

Die Rache des «Irish Lumper»

Der Mensch liebt Monokulturen, auf maximale Effizienz und Ertrag optimierte Systeme. Doch die Natur verabscheut sie. Das ist eine Erfahrung, die eine Million Menschen in Irland 1847 mit dem Leben bezahlte, als die Knollenfäule das Hauptnahrungsmittel auf der Insel, die Kartoffelsorte «Irish Lumper», in ungeniessbaren Schleim zeretzte. Die Weltgeschichte birgt unzählige Beispiele von menschlich geschaffenen, optimierten Monokulturen, die sich in fataler Weise als höchst fragil herausgestellt haben.

Das im Verlauf der vergangenen gut dreissig Jahre aufgebaute Weltwirtschaftssystem ist ebenfalls eine Art Monokultur. Und auch sie erweist sich als zu fragil, um den Stresstest der Pandemie zu bestehen.

Konkret sind es drei Monokulturen, deren Schwächen nun an die Oberfläche treten: erstens das System der weltweit verzweigten, filigranen Lieferketten. Zweitens die unter Managern und Investoren weit verbreitete Idee, Unternehmensbilanzen liessen sich mithilfe von Schulden optimieren. Und drittens die in Zentralbanken herrschende Gedanken-Monokultur, der Konjunktur- und Kreditzyklus lasse sich feinsteuern.

Es lohnt sich, diese drei miteinander verflochtenen Felder genauer zu betrachten.

Bis zum Anschlag optimiert

Bis in die Achtzigerjahre war es weitgehend normal, dass ein Unternehmen das Design, die Prototypisierung, die Herstellung und den Verkauf seiner Produkte selbst erledigte. Die Öffnung und der Aufstieg Chinas ermöglichten es westlichen Unternehmen, einen immer grösseren Teil des an Wertschöpfung armen Mittelteils dieser Kette, die Produktion, auszulagern. Gleichzeitig gewann die Just-in-Time-Philosophie an Bedeutung, was es Unternehmen ermöglichte, ihren Lagerbestand abzubauen.

Die grenzüberschreitenden Lieferketten, die in den vergangenen dreissig Jahren auf diese Weise in der Weltwirtschaft aufgebaut wurden, sind an Effizienz kaum zu überbieten. Jedes Rad greift perfekt ins nächste, alles



fließt. Ohne Zweifel: ein Wunder der Optimierung. Und, wie alle Organismen, die bis zum Anschlag optimiert sind, höchst fragil.

Schon die Überschwemmungen in Thailand und die Katastrophe von Fukushima 2011 sowie der letztjährige Handelskonflikt zwischen China und den USA haben die Fragilitäten der globalen Lieferketten offenbart. Die Coronakrise hat das Netz vollends reissen lassen. Wenn Komponenten aus dem Wirtschaftsraum Wuhan oder der Lombardei fehlen, sich Container im Hafen von Schanghai stapeln, weil Einfuhren in China zwei Wochen unter Quarantäne gestellt werden, dann stehen weltweit Betriebe still. Die Bevölkerung in Westeuropa realisiert erst jetzt, in der Krise, dass der Grossteil aller Grundstoffe für Pharmazeutika sowie fast alle Antibiotika und Schutzmasken in China hergestellt werden. Die Volksrepublik ist der «Irish Lumper» des Westens.

Fragwürdiges Mantra

Als nicht weniger fragil hat sich die zweite Monokultur, das Management-Mantra der optimierten Bilanzen, erwiesen. Die Just-in-Time-Produktion hat es erlaubt, Kapital aus Lagerbeständen zu befreien. Doch das war bloss der Anfang. Zu Tausenden haben Unternehmen über Jahre Schulden auf- und «überschüssiges» Eigenkapital abgebaut. Schliesslich, so besagt es die Finanztheorie, ist Fremdkapital günstiger als Eigenkapital.

Die Finanzkrise von 2008 unterbrach diese Entwicklung nur kurz; schon 2009 fand vor allem in den USA der Prozess der Bilanzoptimierung beschleunigt seine Fortsetzung. Krönung dieses «Financial Engineering» war, wenn Unternehmen Schulden aufnahmen und damit den Rückkauf eigener Aktien finanzierten. Allein die fünfthundert grössten US-Konzerne kauften zwischen 2009 und 2019 Titel im Wert von gegen 5000 Mrd. \$ zurück, während ihre Verschuldung auf einen historischen Höchstwert stieg.

Optimierung führt zu Fragilität. Die kurzfristig motivierten Manager haben vergessen, dass umsichtiges Wirtschaften auch bedeutet, mit Sicherheitsmargen zu arbeiten und Polster für schwierige Zeiten anzulegen. Das fehlt vielen Unternehmen heute.

Greenspans Irrweg

Die dritte Monokultur schliesslich betrifft das Denken in den Führungsetagen der mächtigen Zentralbanken. In den Jahren nach 1987, als Alan Greenspan die Nachfolge von Paul Volcker an der Spitze der US-Notenbank antrat, festigte sich unter den Währungshütern ein Selbstverständnis, wonach clevere Geldpolitik den Konjunkturzyklus bändigen und feinsteuern kann.

Diese «Greenspan-Doktrin», später im Fed fortgesetzt von Ben Bernanke, Janet Yellen und Jerome Powell sowie kopiert in Tokio, London und Frankfurt, hat vereinfacht gesagt das Ziel, Rezessionen möglichst zu verhindern und die Finanzmärkte vor Unfällen zu schützen. Auch das Selbstverständnis, die Inflation punktgenau auf knapp unter 2% steuern zu können, gehört dazu.

«Stabilität trägt den Keim der Instabilität in sich»

Doch auch diese optimierte Geldpolitik birgt Fragilitäten. Erstens konditioniert sie die Teilnehmer an den Finanzmärkten zur Gewissheit, dass das Fed immer zu Hilfe eilen wird, falls die Kurse zu stark einbrechen. Zweitens nährt das wiederum die Gewissheit der Manager, dass sie die Unternehmensbilanzen bis zum Anschlag optimieren können. Drittens verhindert sie den reinigenden Prozess der Rezession, der die Exzesse des Booms beseitigt. Und viertens liegt in dieser optimierten Geldpolitik eine groteske Selbstüberschätzung einer Handvoll Menschen, die glauben, sie könnten ein komplexes, adaptives System wie die Wirtschaft und die Finanzmärkte feinsteuern.

Kein Weg zurück

Diese drei Monokulturen – die Optimierung der Lieferketten, der Unternehmensbilanzen und der Geldpolitik – haben sich im Verlauf der vergangenen Jahre zu einem vordergründig stabilen System vereint, dessen Fragilitäten sich laufend aufbauten, aber lange Zeit unter der Oberfläche verborgen blieben. Um es in den Worten des grossen Ökonomen Hyman Minsky zu sagen: Die Stabilität trug den Keim der Instabilität in sich.

Das Coronavirus war bloss das letzte Sandkorn, das die Düne ins Rutschen brachte. Jetzt stürzt alles ein. Lieferketten sind gebrochen, überschuldete Unternehmen wanken (und flehen beim Staat um Hilfe), während die Zentralbanken im Verlauf des Monats März gefährlich nahe daran kamen, das Vertrauen der Finanzmärkte zu verlieren.

Selbstverständlich wird sich auch dieser Sturm legen; der Menschheit wird es gelingen, Sars-CoV-2 zu bändigen. Doch es wird für das Wirtschaftssystem keine Option sein, zur alten, optimierten Welt der verborgenen Fragilitäten zurückzukehren.

Wie wird die neue Welt aussehen? Kein umsichtig geführtes Unternehmen wird es sich künftig leisten können, von singulären Lie-

In Kürze:

- Optimierte Lieferketten und Unternehmensbilanzen erweisen sich als fragil
- Monokultur in der Geldpolitik setzt falsche Anreize
- Robustheit wird wichtiger

ferketten aus einem Land abhängig zu sein. Das muss keine Deglobalisierung bedeuten, aber Unternehmen werden redundante, geografisch voneinander unabhängige Lieferketten aufbauen müssen. Das wird steigende Kosten verursachen, Gewinnmargen schmälern und zu höheren Preisen führen. Nicht mehr die reine Optimierung der Lieferketten wird im Zentrum stehen, sondern ihre Robustheit.

Robust ist besser als optimiert

Das gleiche Prinzip muss in der Unternehmensfinanzierung zur Anwendung kommen. Robuste Bilanzen sind wetterfester als optimierte. Das wird höhere Eigenkapitalquoten, tiefere Eigenkapitalrenditen und weniger Aktienrückkäufe bedeuten. Der Begriff «Financial Engineering» gehört auf die Müllhalde der Wirtschaftsgeschichte.

Am schwierigsten wird es sein, die Monokultur der Notenbankpolitik zu verändern. Die Demut, den bisherigen Weg zu hinterfragen, wird von den Entscheidungsträgern kaum jemand aufbringen. Es ist aber anzunehmen, dass die Zentralbanken ohnehin am Ende ihrer 1987 begonnenen Reise angelangt sind. Sie haben jetzt alles in die Schlicht geworfen, um den Absturz des Systems zu verhindern. Es ist gut möglich, dass das nächste Kapitel – nicht heute, nicht nächsten Monat, nicht nächstes Jahr – Inflation heissen wird. Spätestens dann wird der Markt das Selbstverständnis der Notenbanker disziplinieren.

Jede Krise birgt Chancen. Die Chance von 2020 ist, dass ein Nukleinsäurestrang von rund einem Zehntausendstel Millimeter Grösse mit dem Namen Sars-CoV-2 den Weg zu einem robusteren Wirtschafts- und Finanzsystem ebnen wird.



Mark Dittli

Chefredaktor und Gründungspartner von The Market. Seine journalistischen Spezialgebiete sind globale makroökonomische Themen und Wirtschaftsgeschichte.

Kontakt: mark.dittli@themarket.ch
Twitter: [@MarkDittli](https://twitter.com/MarkDittli)

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z2013



0,69% Von 1900 bis 2019 hat sich der Franken gegenüber dem US-Dollar jährlich real um 0,69% aufgewertet.

Quelle: CS Yearbook 2020

ANALYSE

Ausnahmezustand an den Kreditmärkten

Weltweit haben die Schulden seit der Finanzkrise massiv zugenommen. Umso anfälliger ist das System, wenn es wegen der Coronaviruspandemie zur Rezession kommt. **Von Christoph Gisiger**

Der gegenwärtige Ausnahmezustand an den Finanzmärkten und die Notfallübungen von Notenbanken und Regierungen wecken böse Erinnerungen an die dunkelsten Stunden der Finanzkrise. Wie also lässt sich die aktuelle Entwicklung mit dem Credit Crunch von Ende 2008 vergleichen? Wo befinden sich heute die empfindlichsten Schwachstellen? Und vor allem: Wo könnte eine Kaskade von Zahlungsausfällen und Restrukturierungen drohen?

«Dieser Schock unterscheidet sich in wesentlichen Punkten von den Ereignissen vor rund zehn Jahren», sagt Emre Tiftik vom Institute of International Finance (IIF). «Daher konzentrierte sich die Kreditkrise primär auf die USA, gefolgt von den Schuldenproblemen in Europa», fügt er hinzu. «Heute hingegen haben wir es mit einem globalen Problem zu tun, wobei die Lage in atemberaubendem Tempo eskaliert ist.»

Exzesse an den Kreditmärkten waren die Hauptursache der Finanzkrise. Statt dass die Schulden abgebaut worden wären, hat sich die Situation seither verschärft – und zwar deutlich: Waren 2007 weltweit Kredite von 150'000 Mrd. \$ ausstehend, sind es heute annähernd 260'000 Mrd. \$ oder mehr als 320% des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP, vgl. Grafik 1). Nach Regionen konzentriert sich ein Grossteil des Volumens auf Amerika und China. Doch auch in vermeintlich muster-gültigen Ländern wie der Schweiz hat sich die Verschuldung markant erhöht: Mit rund 200 Mrd. Fr. oder 30% des BIP ist sie auf Staatsebene zwar gering. Bei den Haushalten hingegen gehört sie mit rund 130% des BIP international zu den Spitzenreitern.

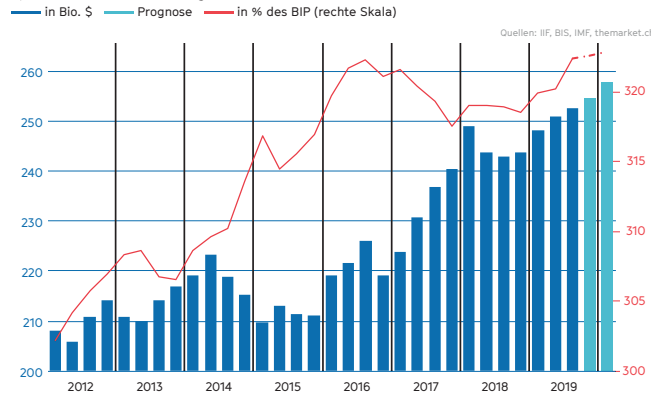
Unternehmen als Sünder

Global betrachtet ist die Entwicklung in der Schweiz eine Ausnahme. Die Schulden von Haushalten und Banken haben sich seit der Finanzkrise zwar weltweit erhöht. Die grösste Zunahme spielte sich jedoch bei Regierungen und Unternehmen ausserhalb der Finanzbranche ab (vgl. Grafik 2).

Die Gründe für diesen Trend sind wenig umstritten. Rekordtiefe Zinsen haben viele Länder ermutigt, sich noch mehr zu verschulden. Ein Paradebeispiel sind die USA, wo das Budgetdefizit im Zuge von Steuerkürzungen und höheren Ausgaben in den letzten zwei Jahren jeweils auf rund 1000 Mrd. \$ oder 5% des BIP gestiegen ist – Dimensionen, die sonst für eine Rezession typisch sind.

Gleichzeitig haben die tiefen Zinsen Investitionen in immer riskantere Segmente gedrängt.

1) Globale Verschuldung



Diese Jagd nach Rendite zahlte sich lange aus. Doch jetzt werden plötzlich die Gefahren ersichtlich, wobei das Risiko in den folgenden drei Bereichen am grössten ist:

1. Angst vor Fallen Angels

Das Ausmass und die Dauer des drohenden Konjunkturabschwungs sind schwierig abzuschätzen. Offensichtlich ist aber, dass sich die Verschuldung im Unternehmenssektor verglichen mit der Gewinnentwicklung bereits seit Jahren auf hohem Niveau bewegt. Gemäss dem IIF belaufen sich Anleihen von Firmen ausserhalb des Finanzsektors gegenwärtig auf knapp 75'000 Mrd. \$ oder 93% des globalen BIP. Zum Vergleich: Vor der Finanzkrise betrug dieses Verhältnis 75%.

Ein genauerer Blick auf die Daten zeigt, dass die Zunahme primär auf Bonds mit einem BBB-Rating basiert. Mit der untersten Bonitätsstufe im Bereich Investmentqualität benotet, machen diese Obligationen in Europa und den USA inzwischen rund die Hälfte des Marktes aus. Problematisch daran ist, dass ein bedeutender Teil der aufgenommenen Fremdmittel nicht für nachhaltige Investitionen genutzt wurde, sondern für Aktienrückkäufe und andere Finanzspielereien.

In einer Rezession steigt die Gefahr, dass viele Unternehmen aus dem BBB-Segment zu einem Fallen Angel werden. Das heisst, ihr Kreditrating wird in den Bereich Junk heruntergestuft, womit ihre Bonds für die meisten institutionellen Anleger für ein Investment nicht mehr in Frage kommen.

«Die Folge sind Verkaufswellen, unter denen die Preise von BBB-Papieren zusammenbrechen», sagt dazu Raghuram Rajan im Interview mit The Market (vgl. S. 14/15). Für den Finanzprofessor an der Universität Chicago und vormaligen Chef der Zentralbank Indiens ist das eines der grössten Risiken im Finanzsystem.

Die Risikoprämien auf BBB-Bonds sind zuletzt denn auch rapid gestiegen. In den USA beispielsweise hat die Renditedifferenz zwischen BBB-Anleihen und als sicher geltenden Staatspapieren in wenigen Tagen rasant auf den höchsten Stand seit Sommer 2009 zugenommen (vgl. Grafik 3).

«Die Risikoprämien auf BBB-Bonds sind so hoch wie seit Sommer 2009 nicht mehr»

Mit Kraft Heinz und Macy's waren zwei prominente US-Konzerne aus der BBB-Kategorie bereits vor den aktuellen Marktverwerfungen in den Bereich Junk heruntergestuft worden. Im März folgte mit Occidental Petroleum ein grosser Energiekonzern.

Eine Auswertung mit Hilfe des Datendienstes S&P Global ergibt, dass rund die Hälfte der fünfhundert grössten US-Unternehmen von Standard & Poor's derzeit mit einem BBB-

In Kürze:

- Die Unternehmen haben sich stark verschuldet
- Besonders exponiert sind BBB-Schuldner
- Die Schwellenländer leiden unter dem starken Dollar

Rating benotet wird. Bei fast fünfzig dieser Gesellschaften ist das Rating zudem mit einem Minuszeichen versehen, womit sie nur noch einen Hauch vom Prädikat Junk entfernt sind.

Dazu zählen mitunter der Casinobetreiber Las Vegas Sands, die Kreuzfahrtgruppe Royal Caribbean, der Autohersteller Ford, die Energiekonzerne HollyFrontier und Diamondback Energy, Delta Air Lines sowie die Halbleiterhersteller Broadcom und Micron Technology. In Europa hat die Ratingagentur Moody's vor Kurzem den Anleihen von Lufthansa die Bonitätsnote Investment Grade entzogen. Zu den bedeutenden BBB-Schuldnern, deren Rating zusätzlich ein Minuszeichen kennzeichnet, zählen gegenwärtig ArcelorMittal, HeidelbergCement, Peugeot und Clariant.

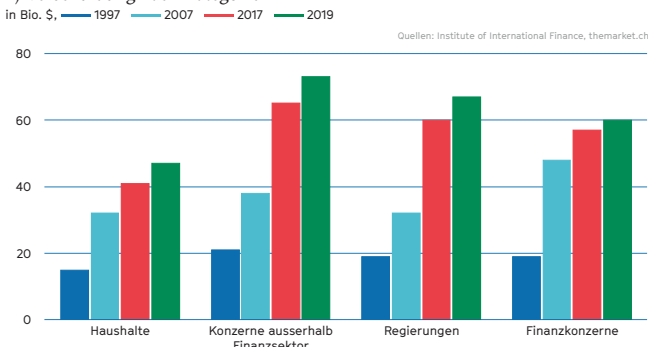
Da weitere Herabstufungen so gut wie sicher sind, stellt sich die Frage, wer momentan besonders viele BBB-Obligationen im Portfolio hat. Nach Daten von IIF haben in den USA zuletzt vor allem Versicherungen, Anlagefonds sowie Pensionskassen ihr Engagement in Unternehmensanleihen ausgebaut. Im Vergleich dazu sind institutionelle Anleger in Europa primär Risiken bei Anleihen von Banken und anderen Firmen aus der Finanzbranche ausgesetzt.

2. Ausfallgefahr bei Junk Bonds

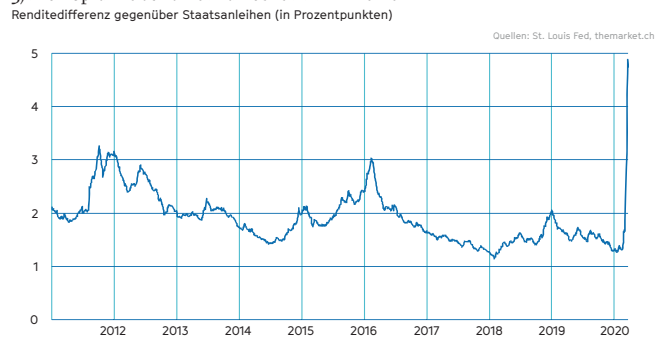
Ein zweiter Schwachpunkt ist der Markt für Hochzinsanleihen. In diesem Segment hatte sich bereits während der Eurokrise 2011/12 und während des Einbruchs der Ölpreise 2015/16 grosse Nervosität breitgemacht. Jetzt ist es erneut zu einem Panikschub gekommen, wobei Tempo und Wucht des Anstiegs der Risikoprämien bemerkenswert sind.

Die heftige Reaktion spiegelt Angst vor Restrukturierungen. Im 1500 Mrd. \$ umfassenden US-Markt für Junk Bonds sind gegenwärtig rund 30% der Anleihen notleidend (Distressed). Per Definition ist damit

2) Verschuldung nach Kategorien



3) Risikoprämie auf amerikanische BBB-Anleihen



65 Anzahl Leitzinssenkungen von Notenbanken im Jahr 2020 (seit dem Kollaps von Lehman Brothers im Jahr 2008 sind es 853).

Quelle: BofAML: The Biggest Pictures

eine Renditedifferenz von 10 Prozentpunkten oder mehr zu Staatsanleihen gemeint.

«Der Kreditzyklus hat gedreht, weshalb wir für die kommenden Monate eine bedeutende Zunahme an Zahlungsausfällen erwarten», meinen dazu die Analysten von Bank of America. Konkret rechnen sie mit einer Ausfallrate von 9%. Im historischen Vergleich ist das eine eher konservative Annahme, zumal sich die Ausfallquote in einem Abschwung normalerweise auf rund 10 bis 12% beläuft.

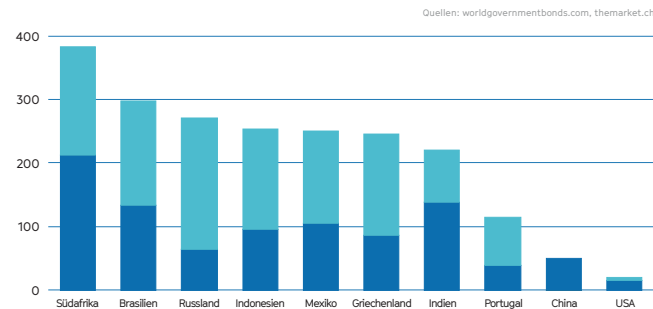
Wie bereits bei den Verwerfungen vor fünf Jahren ist der Druck erneut im Energiesektor besonders gross. Mit einem Anteil von knapp 17% ist er das grösste Segment im Markt für Junk Bonds. Viele US-Fördergesellschaften wirtschafteten bereits bei einem Ölpreis um 50 \$ nicht profitabel. Umso mehr in Schwierigkeiten geraten sie jetzt bei Notierungen von weniger als 25 \$.

«In den Schwellenländern haben sich die Gesamtschulden seit 2010 mehr als verdoppelt»

Wie ernst die Situation für die amerikanische Fracking-Industrie ist, verdeutlicht die jüngste Forderung der Texas Railroad Commission. Der Regulator der Öl- und Gasindustrie in dem für die US-Energiebranche wichtigsten Bundesstaat spricht sich erstmals seit den Siebzigerjahren für eine Limitierung der Produktion aus.

4) Kosten für Kreditversicherung

Credit Default Swaps (CDS in Basispunkten) zur Absicherung auf fünf Jahre für Staatsanleihen



Auch in anderen Segmenten im Markt für Hochzinsanleihen mehren sich Anzeichen von Stress. Auffällig ist zudem, dass der Kurs grosser Junk Bond ETF zuletzt deutlich vom inneren Wert abgewichen ist, was auf Liquiditätsprobleme hindeutet.

Ausser im Bereich Energie ist es vorab in Branchen wie Airlines, Casinos, Restaurants und Hotels zu grösseren Verlusten gekommen, die direkt von der Covid-19-Pandemie betroffen sind. Mit dem Kabelbetreiber Frontier Communications konnte zudem ein erster grösserer Schuldner seine Zinsverpflichtungen nicht zeitgerecht erfüllen.

Angespannt sind die Nerven ebenso, was das KMU-Segment anbelangt. Kleine und mittelgrosse Firmen machen einen wesentlichen Teil des Junk-Bond-Marktes aus und sind im Vergleich zu Grosskonzernen tendenziell höher verschuldet. Auch verfügen sie in der Regel über weniger Reserven an

Barmitteln. Gemäss dem IIF beträgt das Verhältnis von Nettoschulden zum Ebitda bei kleinen und mittelgrossen Unternehmen durchschnittlich 1,9 respektive 2,5. Für Large und Mega Caps sind es hingegen 1,7 bzw. 0,9.

«Der KMU-Bereich gibt Anlass zu grosser Sorge», sagt dazu IIF-Kreditspezialist Emre Tiftik. «Gerät ein Kleinunternehmen mit den Zinszahlungen ins Hintertreffen, ist das keine grosse Sache. Wenn aber viele kleinere Firmen gleichzeitig einen Zahlungsausfall erleiden, droht eine Kettenreaktion.»

3. Emerging Markets unter Druck

Ein dritter «Hotspot» an den Kreditmärkten sind Anleihen aus Schwellenländern. In diesem Bereich haben sich die Gesamtschulden seit 2010 auf mehr als 70'000 Mrd. \$ verdoppelt. Sorgen um eine globale Rezession sowie der Einbruch der Rohstoff-

preise haben bereits einen Rekordabfluss aus Anlagefonds ausgelöst, die in Anleihen aus Emerging Markets investieren. Die Verunsicherung zeigt sich ebenfalls daran, dass die Kosten für Kreditversicherungen (CDS) auf Staatsanleihen von Schwellenländern rasch zunehmen. Das gilt speziell für Südafrika, Brasilien und Russland (vgl. Grafik 4).

Wie im Rest der Welt hat sich die Verschuldung im Unternehmenssektor auch in den Emerging Markets stark erhöht. Als problematisch erweist sich dabei, dass in Fremdwährungen aufgenommene Kredite in den letzten zehn Jahren von gut 4 auf rund 8,5 Mrd. \$ gestiegen sind. Mehr als 85% dieses Zuwachses basieren auf in Dollar denominierten Schulden.

Die rasante Aufwertung des Dollars bringt damit viele Konzerne aus Schwellenländern in eine heikle Lage. Das gilt speziell für Unternehmen aus dem Rohstoffsektor. Für sie geht ein festerer Dollar normalerweise mit höheren Exporteinnahmen einher. Dieser natürliche Hedge entfällt nun jedoch mit dem Einbruch der Rohstoffpreise.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z2015



ANALYSE

Bessere Renditeaussichten für die globalen Aktienmärkte

In den vergangenen Wochen sind die Aktienkurse weltweit eingebrochen. Ein idealer Zeitpunkt, um einen frischen Blick auf die Bewertungen der wichtigsten Indizes zu werfen. **Von Sandro Rosa**

Wie schnell sich die Zeiten doch ändern. Vor etwas mehr als einem Monat, Mitte Februar, hat The Market die globalen Börsen einem Bewertungstest unterzogen. Das Verdikt lautete damals: Viele Aktienmärkte sind teuer, die Renditeaussichten mager. Zu diesem Zeitpunkt war der Optimismus unter den Anlegern scheinbar grenzenlos.

Heute sieht die Welt ganz anders aus. Die Covid-19-Pandemie hat die Marktteilnehmer unsanft aus ihrer Selbstgefälligkeit gerissen. Das zeigt sich exemplarisch am MSCI All Country World Index, der mehr als 3000 Aktien aus insgesamt 49 Industrie- und Schwellenländern umfasst. Von seinem Höchst von 581 ist er um rund 23% eingebrochen. Zwischenzeitlich summieren sich die Abgaben sogar auf 34%.

Andere Barometer wie der S&P 500 in den USA, der Euro Stoxx 50 oder der Swiss Market Index notieren aktuell rund 15 bis 25% unter ihrem Rekordhöchst.

Gewinnschätzungen sind obsolet

Heisst das nun, die Börsen sind günstig? Ganz so einfach ist die Frage nicht zu beantworten, zumal der wirtschaftliche Schaden der Pandemie und sein Einfluss auf die Entwicklung der Unternehmensgewinne noch immer kaum abschätzbar sind. Je länger die Konjunktur stillsteht, desto heftiger fallen die Einbussen für die Unternehmen aus. Sollten sich die Gewinne dauerhaft halbieren, sind Aktien auch nach einer Korrektur von 30% nicht attraktiver geworden – im Gegenteil. Und vielleicht sind Aktien jetzt ja einfach bloss etwas weniger teuer als zuvor?

Die ungewöhnlich grosse Ungewissheit lässt momentan kaum seriöse Gewinnschätzungen zu. Das gilt in der Folge auch für Dividenden, die gegenwärtig von immer mehr Unternehmen gekürzt werden. Beliebte Bewertungskennzahlen wie das vorwärtsgerichtete Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) oder die Dividendenrendite sind im aktuellen Umfeld deshalb wenig verlässlich.

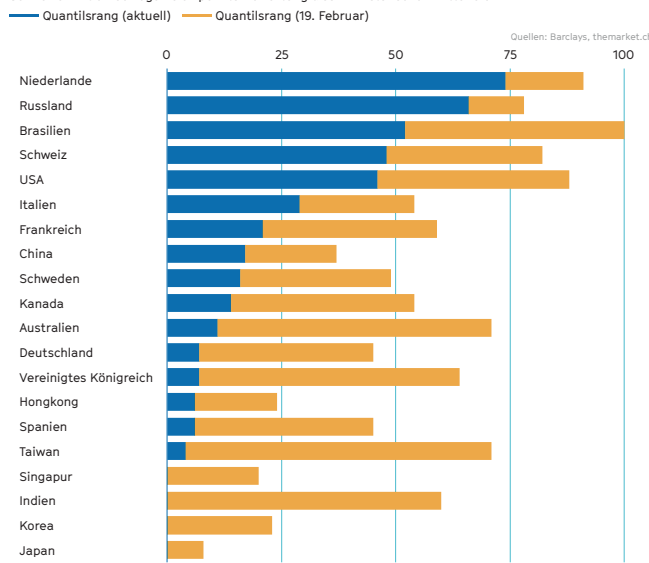
«Innerhalb weniger Wochen haben sich die Bewertungen signifikant verringert»

Einen Ausweg bietet das Kurs-Gewinn-Verhältnis des an der Yale-Universität lehrenden Finanzprofessors Robert Shiller (Shiller-KGV), das den aktuellen Preis einer Aktie oder eines Index mit den durchschnittlichen, inflationsbereinigten Gewinnen der vergangenen zehn Jahre vergleicht. Diese Berechnungsmethode birgt zwei Vorteile: Erstens werden damit die Schwankungen einzelner Jahre geglättet, was konjunkturell bedingte Übertreibungen – nach oben, aber auch nach unten – reduziert. Das erhöht die Verlässlichkeit der Bewertungskennzahl. Zweitens hängt das Mass nicht von Schätzungen ab, da es auf historischen Daten beruht.

Wie für das traditionelle KGV gilt auch für das Shiller-KGV: Je niedriger es ist, desto günstiger ist eine Aktie und desto grösser typischerweise das Potenzial für die kom-

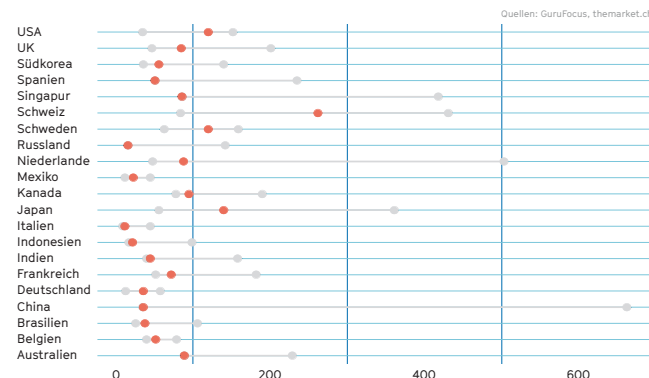
Bewertungsübersicht über die wichtigsten Aktienmärkte

Lesbeispiel: Das Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis für den Schweizer Markt notiert aktuell auf rund 23. In 48% aller Fälle (blauer Balken) seit 1980 war die Bewertung günstiger als heute. Schweizer Aktien bewegen sich punkto Bewertung also im historischen Mittelfeld.



Buffett-Indikator für verschiedene Länder

Marktkapitalisierung in % des BIP
● aktueller Wert ● historischer Höchst- und Tiefwert



menden Jahre. Allerdings gibt es auch hier keine Garantien. Aktien und Indizes können jahrelang über- oder unterbewertet sein. Günstige Bewertungen erhöhen zwar die Erfolgchancen, werfen aber nicht in jedem Fall Traumgewinne ab.

Schweiz im historischen Mittel

Da ein direkter Vergleich der Länder wegen der teilweise substanziellen Unterschiede in der Sektorzusammensetzung in der Regel nicht sinnvoll ist, hat The Market die aktuelle Bewertung für jeden Markt mit den Werten aus dessen Vergangenheit verglichen und den sogenannten Perzentilrang ermittelt. Dabei ordnet man alle Bewertungskennzahlen der Reihe nach und schaut, an welcher Stelle sich der heutige Wert befindet. Für

die Schweiz etwa lag das Shiller-KGV in der Vergangenheit zwischen 8,5 und 57,8.

Ordnet man nun alle für die Schweiz seit 1980 monatlich verfügbaren Bewertungszahlen aufsteigend an, kommt der aktuelle Wert (Stand: 23. März) von rund 23 auf Rang 220 von 460 zu liegen. Mit anderen Worten: In 219 Monaten, oder in 48% der Fälle (219/460 = 48%), war die Bewertung des Schweizer Marktes niedriger als heute. In 240 Monaten war sie höher. Damit bewegt sich der hiesige Markt punkto Bewertung in etwa auf dem historischen Mittel.

Diese Rangierung wird für die zwanzig wichtigsten Aktienindizes durchgeführt. Was ist das Resultat? Wie sich zeigt, schneiden die Börsen der Niederlande, Russlands

In Kürze:

- Coronakrise verunmöglicht Gewinnschätzungen
- Historische Kennzahlen wie das Shiller-KGV bieten Anhaltspunkte
- Nicht billig, aber weniger teuer

und Brasiliens schlechter als als die Schweiz. Dort liegen die Bewertungen nach wie vor in der oberen Hälfte ihres Spektrums. Bei allen übrigen Aktienmärkten liegt das Shiller-KGV aktuell aber unter dem eigenen Medianwert. Das gilt, wenn auch knapp, sogar für die USA.

Für vier Börsen – Singapur, Indien, Korea und Japan – liegt das Shiller-KGV aktuell auf dem niedrigsten Stand überhaupt. Allerdings sind die Daten für Korea und Indien erst seit 2003 respektive 2004 verfügbar, was die Aussagekraft vermindert. Für Singapur und Japan reichen sie bis 1980 zurück.

Aufschlussreich ist der Vergleich mit Februar (gelb in der Balkengrafik links), als die Mehrheit der Börsen oberhalb des 50. Perzentils lag und damit eindeutig eine historisch hohe Bewertung anzeigte. Heute sind es bloss noch drei, wobei Brasilien nur ganz knapp darüber notiert. Insgesamt haben sich die Bewertungen innerhalb weniger Wochen also signifikant verringert, und die Aktienmärkte sind attraktiver geworden.

Buffett-Indikator bestätigt

Die generelle Aussage wird von einem weiteren Bewertungsmass bestätigt, das ohne Gewinnschätzungen funktioniert: dem sogenannten Buffett-Indikator. Er setzt die Marktkapitalisierung eines Aktienmarktes ins Verhältnis zur Wirtschaftsleistung des jeweiligen Landes. So hat der amerikanische Value-Investor Warren Buffett dieses Mass in einem Interview einmal den «wahrscheinlich besten Indikator», um die Bewertung des US-Marktes abzuschätzen, genannt.

Wie beim Shiller-KGV sind auch bei dieser Kennzahl direkte Quervergleiche zwischen verschiedenen Märkten wenig sinnvoll. So unterscheiden sich beispielsweise die USA und die Schweiz punkto Struktur des Aktienmarktes und der Grösse der Binnenwirtschaft massgeblich. Der Vergleich mit der jeweils eigenen Historie liefert jedoch wertvolle Anhaltspunkte.

Für den Schweizer Markt notiert der Buffett-Indikator aktuell beispielsweise auf 260%. Der Marktwert der Börse entspricht also in etwa dem Zweieinhalbfachen der jährlichen Wirtschaftsleistung der Schweiz. Damit liegt die Bewertung gegenwärtig ziemlich genau in der Mitte der Spanne der vergangenen dreissig Jahre – sie reicht von 84 bis 431% – und lässt ebenfalls auf einen fair bewerteten Markt schliessen.

Allgemein günstiger

Ähnlich wie beim Shiller-KGV liegt der Buffett-Indikator mittlerweile für die Mehrheit der untersuchten Länder unter dem historischen Mittelwert. In Australien, China,

13 Jahre und 3 Monate So lange dauert die Baisse im MSCI World Value Index bereits an.

Quelle: themarket.ch

Indien, Indonesien, Italien, Russland, Singapur und Spanien notiert er nahe am unteren Ende der historischen Bandbreite.

Einzig der schwedische und der amerikanische Aktienmarkt schneiden vergleichsweise schlecht ab. Auch nach den jüngsten Kursrückschlägen signalisiert der Buffett-Indikator in diesen zwei Ländern also eine noch immer sportliche Bewertung.

Mit den attraktiveren Bewertungen haben sich natürlich auch die Renditeaussichten für die Anleger aufgehellt. GuruFocus, ein Internetportal in den USA, das sich dem Value Investing verschrieben hat, verwendet den Buffett-Indikator zur Prognose der Aktienmarktentwicklung.

«Für Schweizer Aktien ist über die kommenden acht Jahre ein Ertrag von 5,4% p.a. zu erwarten»

Dabei wird angenommen, dass das Bewertungsmass langfristig stets zu seinem Mittelwert zurückkehrt – im Jargon «Mean Reversion» genannt. Zusätzlich fliessen Informationen zur Dividendenrendite und das geschätzte Wirtschaftswachstum in die Vorhersage der Renditen ein.

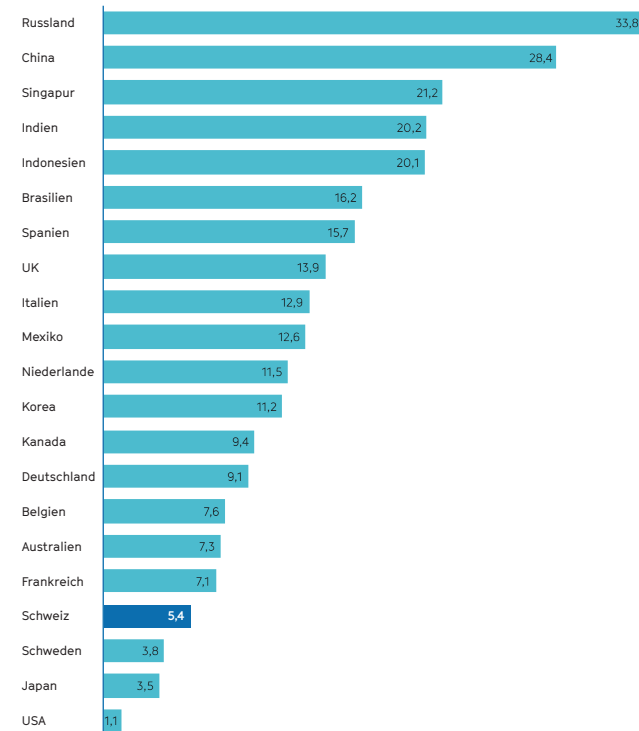
Attraktive Schwellenländer

Für Schweizer Aktien kommen die Experten für die kommenden acht Jahre (so lange dauert ein typischer Konjunkturzyklus) auf einen erwarteten jährlichen Ertrag von

Günstige Schwellenländer

Jährlich erwartete Rendite für die kommenden acht Jahre (in %)

Quellen: GuruFocus, themarket.ch



5,4%. Das ist nicht berauschend, aber auch nicht katastrophal. Von den untersuchten Märkten schneiden einzig die USA, Schweden und Japan schlechter ab.

Ansprechender sind die Aussichten für die Schwellenländer. Das grösste Potenzial ortet GuruFocus in Russland, China, Singapur und Indien. Aber auch in Europa locken Spanien, das Vereinigte Königreich und Italien mit hohem Ertrag. Wer trotz der unerfreulichen Nachrichtenlage ein Investment wagt, kann in diesen Märkten langfristig überdurchschnittliche Renditen erwarten.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z2017



DENKEN IN SZENARIEN

Warum das Virus eine Blasenbildung begünstigt

Die Pandemie hat die Börsen fest im Griff. Die beschlossenen geld- und fiskalpolitischen Massnahmen haben indes das Potenzial, nach deren Abklingen einen «Melt-up» auszulösen. **Von Gregor Mast**

Die Coronapandemie hat die Börsen derzeit fest im Griff. Noch vor nicht allzu langer Zeit als Non-Event abgestempelt, hat die Ausbreitung des Erregers in Europa und den USA Anleger auf dem falschen Fuss erwischt. Entsprechend heftig sind die Aktienmärkte eingebrochen.

Gewiss; die Pandemie wird die bereits schwache Weltwirtschaft hart treffen. Die Produktionsausfälle und die rückläufige Nachfrage werden das Wachstum belasten. Dazu ist der Konjunkturzyklus weit fortgeschritten, und die Verschuldung ist seit der Finanzkrise munter weiter gestiegen. Das rächt sich jetzt. Die Zutaten für einen ausgewachsenen, langanhaltenden Bärenmarkt sind also vorhanden (vgl. S. 11).

Dennoch stehen die Chancen gut, dass das Coronavirus nicht der Auslöser des nächsten grossen Bärenmarktes sein wird. Das liegt zum einen daran, dass strukturelle Hausen in der Regel eher geräuschlos enden. Bis heute ist unklar, was die Technologieblase im März 2000 zum Platzen gebracht hat, und auch die Immobilienkrise hat sich langsam aufgebaut, bevor der Kollaps von Lehman Brothers im September 2008 ihr Ausmass für jedermann sichtbar gemacht hat. Selbst die «Roaring Twenties» endeten 1929 ohne einen identifizierbaren Auslöser.

Börse muss von innen faulen

Der langjährige Markttechniker Alfons Cortés spricht von «endogenen Voraussetzungen», die im System Börse reifen müssen, damit ein exogener Schock wie eben eine Pandemie oder ein Terrorakt eine ausgewachsene Baisse zur Folge hat. Der Markt muss von innen faulen. Das ist dann der Fall, wenn die Hausse von nur noch wenigen Sektoren und Einzeltiteln getragen wird. Dem war vor dem jüngsten Kursrutsch nicht so; die Marktbreite war noch gross.

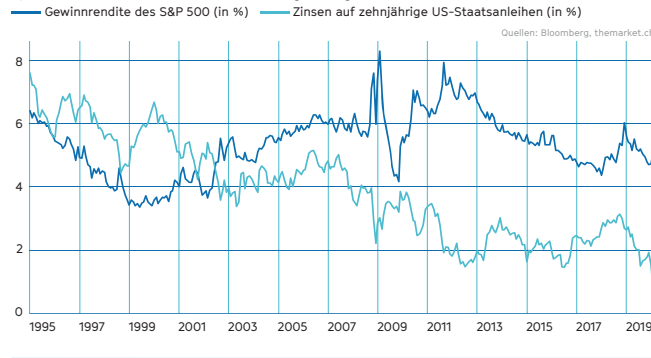
Bärenmärkte sind gemäss Cortés Revolutionen gegen das Narrativ, das die alte Hausse dominiert hat. Im aktuellen Zyklus waren besonders Wachstumswerte mit innovativem Geschäftsmodell gefragt. Dazu zählen viele Unternehmen aus den Bereichen Technologie, Kommunikation und Gesundheit. Und genau diese Sektoren haben während des Ausverkaufs der vergangenen Wochen weniger verloren als der Weltaktienmarkt. Eine Revolution sieht anders aus.

«Die expansive Geldpolitik wird zementiert»

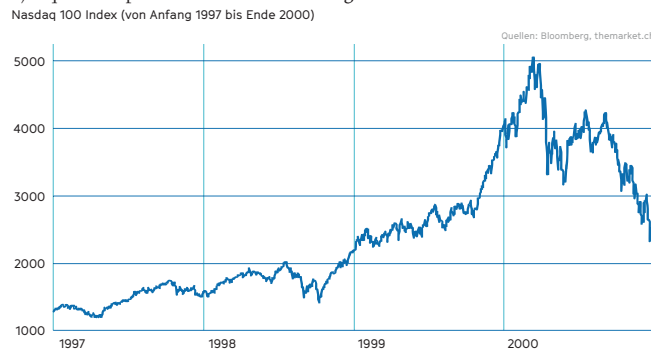
Aus markttechnischer Sicht stehen die Chancen auf eine Fortsetzung der Hausse also gut. Dazu stimmt auch das geld- und fiskalpolitische Umfeld. Die Notenbanken überbieten sich derzeit mit Notmassnahmen, und bereits werden vielerorts Fiskalpakete geschnürt. Vergangene Woche hat der US-Senat Soforthilfen über 2 Bio. \$ bewilligt. Die gegenüber Defiziten sonst zurückhaltende Bundesregierung in Deutschland will insgesamt 750 Mrd. € bereitstellen, wobei darunter vor allem Garantien und im Notfall auch die Verstaatlichung wichtiger Unternehmen fallen.

Doch es kommt noch besser: Sowohl die US-Notenbank wie auch die Europäische Zentralbank unter ihrer neuen Präsidentin

1) Relativ zu Anleihen sind Aktien günstig



2) Liquiditätsspritzen haben die Technologieblase befeuert



Christine Lagarde unterziehen die Geldpolitik gegenwärtig einer strategischen Prüfung. Eine der Massnahmen dürfte ein symmetrisches Inflationsziel sein. Will heissen: Liegt die Inflation wie in den letzten Jahren lange unter dem Ziel der Notenbanken, wird sie gemäss neuer Lesart dieses Ziel künftig auch für längere Zeit überschreiten dürfen. Damit wird die expansive Geldpolitik zementiert.

Dadurch bleibt der Anlagenotstand bestehen, der Investoren aus Anleihen und Sparkonten in Aktien und andere höher rentierende Anlageklassen zwingt. Die niedrigen Zinsen relativieren auch die vermeintlich hohe Bewertung. Ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von etwas über 16, wie der amerikanische S&P 500 es aufweist, erscheint historisch zwar nicht günstig, die daraus abgeleitete Gewinnrendite von über 6% – der Kehrwert des KGV – ist im Vergleich zu den niedrigen oder vielerorts gar negativen Zinsen aber höchst attraktiv (vgl. Grafik 1).

Das Argument wird Schiffbruch erleiden, wenn die Zinsen steigen oder eine lang anhaltende, zähe Rezession eintritt, doch beides ist derzeit nicht in Sicht. Deshalb dürfte nach Abklingen der Coronakrise wieder viel Geld in die Märkte fliessen.

Der Weg zur spekulativen Blase

Selbstverständlich ist eine technische Rezession – gemeint sind zwei Quartale mit rückläufiger Wirtschaftsleistung in Folge – angesichts des Umfangs und der Dauer der Massnahmen zur Bekämpfung der Pandemie kaum mehr abzuwenden. Wenn aber die Einschränkungen rückgängig gemacht werden, dürfte sich die Weltwirtschaft schnell erholen, zumal sie mit dem Einbruch des

Ölpreises einen gewaltigen Stimulus erlebt. Er wirkt wie eine Steuersenkung für Unternehmen und Konsumenten. Natürlich besteht die Gefahr von Ansteckungseffekten im US-Markt für Junk Bonds (High Yield), wo sich viele kleine, hoch verschuldete Ölgesellschaften tummeln; eine systemische Krise ist nach aktuellem Kenntnisstand aber unwahrscheinlich, weil die Banken kaum mehr High-Yield-Papiere halten.

«Die Trendwende in den USA dürfte der Startschuss für die Börsenerholung sein»

Die Mischung aus expansiver Geld- und Fiskalpolitik sowie der Stimulus durch den Ölpreisanstieg haben das Potenzial, am Aktienmarkt nach dem Abklingen der Pandemie eine Aufwärtsbeschleunigung der Kurse bis hin zu einer spekulativen Blase – im Jargon «Melt-up» genannt – auszulösen. Die Situation erinnert an die Phase zwischen 1998 und 2000, als die US-Notenbank eingriff, um die Folgen des Zusammenbruchs des amerikanischen Hedge Fund LTCM zu lindern. Die Liquiditätsspritzen haben damals den Technologiesektor vollends in eine Blase getrieben (vgl. Grafik 2).

Auch jetzt zielen die Zinssenkungen nicht direkt auf die Konjunktur. Wie Fed-Chef Jerome Powell selbst sagt, sinkt die Ansteckungsrate nicht wegen der tieferen Zinsen, und auch die unterbrochenen Lieferketten können mit einer expansiveren Geldpolitik

Denken in Szenarien

Weltweit stehen die Börsen unter erheblichem Druck. Die von verschiedenen Regierungen verhängten Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie sowie die Machtprobe zwischen Russland und Saudi Arabien am Ölmarkt sorgen für Verunsicherung, legen Industriezweige lahm und wecken Befürchtungen, die Weltwirtschaft werde in eine Rezession abzurufen. Selbst mutige Anleger jetzt zugreifen – was sie lieber verkaufen, da wir uns womöglich erst am Anfang einer Krise befinden.

The Market masst sich nicht an, die Zukunft zu kennen. Das heisst allerdings nicht, dass sich Anleger keine Gedanken machen und sich nicht auf mögliche Entwicklungen vorbereiten sollen. Um unbefähigt zu sein, präsentiert The Market zwei Szenarien, wie es mit Konjunktur der Börsen in den kommenden Monaten weitergehen könnte und was die Konsequenzen für Investoren wären.

nicht repariert werden. Wie 1998 sein Vorgänger Alan Greenspan hat Powell es primär auf den Finanzmarkt abgesehen. Ihm geht es mit der eingeschlagenen Politik vor allem darum, eine Pleitewelle im Markt für US-Unternehmensanleihen zu verhindern.

Ermutigende Signale aus Asien

Wann wird die Erholung beginnen? Wie die Erfahrung zeigt, ist das perfekte Timing an den Aktienmärkten so gut wie unmöglich. Solange sich die Pandemie in Europa und den USA weiter rasant ausbreitet, dürfte der Druck auf Börsen und Wirtschaft anhalten. Asien liefert jedoch ermutigende Signale. In China hat sich die Lage entspannt; seit dem 8. März liegt die Zahl der täglich registrierten Neuerkrankungen meist unter 100. Auch Südkorea, Taiwan, Singapur und Japan scheinen die Krise im Griff zu haben.

Das Signal für den Melt-up dürfte fallen, wenn die Entwicklung der täglich gemeldeten Neuerkrankungen ausserhalb Chinas den oberen Wendepunkt passiert hat. Das steht nicht unmittelbar bevor, zumal sich die Pandemie in Europa und vor allem in den USA weiterhin rasant ausbreitet.

Dennoch besteht Hoffnung. «Die Infektionskurven folgen in jedem Land dem gleichen Muster – die Zahl der Neuerkrankungen flacht sich zwei Wochen nach Ergreifen von Quarantänemassnahmen deutlich ab», sagt Hendrik Leber vom deutschen Vermögensverwalter Acatis. «In Italien ist das bereits geschehen.»

Da die USA als Schlusslicht der industrialisierten Welt Italien mit rund sechzehn Tagen Verzögerung folgten, sollte der Höhepunkt dort im April erreicht werden, sagt Leber: «Die Trendwende in den USA dürfte der Startschuss für die Börsenerholung sein.»

Anleger können also Ruhe bewahren. Und die Zeit nutzen, um ihre Kaufliste vorzubereiten.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z20110



Quelle: Bloomberg

27 Bio. \$ Kursverlust an den weltweiten Börsen vom 19. Februar bis 24. März 2020.

DENKEN IN SZENARIEN

Das Schlimmste kommt erst noch

Die Pandemie wird eine weltweit schwere Rezession verursachen, was die Unternehmensgewinne einbrechen lassen wird. Die Fallhöhe an den Börsen ist immer noch gross. **Von Sandro Rosa**

Der Stimmungsumschwung war abrupt: Noch Anfang Jahr herrschte an den Märkten Optimismus, in Europa machten sich Anzeichen einer konjunkturellen Erholung bemerkbar, und die Prognosen der Strategen zeigten nach oben. Am Weltwirtschaftsforum in Davos verkündete Bob Prince, Co-CIO des Hedge Fund Bridgewater, zuversichtlich: «Wir haben wahrscheinlich das Ende des Boom-Bust-Zyklus gesehen.»

Heute, nur wenige Wochen später, greift an den Märkten Panik um sich.

Mehrfacher Schock

Zu Beginn war die Epidemie für die Weltwirtschaft «nur» ein Angebotsschock: Diverse Unternehmen mussten ihre Produktion reduzieren, weil Lieferketten aus China unterbrochen waren. Mittlerweile ist ein Nachfrageschock daraus geworden, und im schlimmsten Fall kommt noch ein Finanzschock hinzu.

Schon Ende 2019 befand sich die Wirtschaft Frankreichs und Italiens auf Schrumpfkurs, während sich Deutschland nur knapp in der Wachstumszone halten konnte. Mit den nun in ganz Europa beschlossenen Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie ist ein tiefer Einbruch der Wirtschaftsleistung auf dem Alten Kontinent Tatsache.

In den USA wird das Bild ähnlich aussehen. «Alles deutet auf einen Einbruch der Konsumausgaben im zweiten Quartal hin», meint etwa Charles Dumas, Chefökonom beim Analysehaus TS Lombard. «Die Ausbreitung des Sars-CoV-2-Virus wird wahrscheinlich eine weltweite Rezession und eine Börsenbaisse auslösen.» Dass die Weltwirtschaft bereits vor dem Ausbruch der Pandemie nicht gerade vor Kraft strotzte, hilft nicht.

Die makroökonomischen Daten zeigen allmählich das Ausmass der Krise. In China, wo die «Lockdown»-Massnahmen der Regierung vor allem den Monat Februar betrafen, sind die Detailhandelsverkäufe, die Industrieproduktion und die Anlageinvestitionen in den ersten zwei Monaten des Jahres um bis zu 20% eingebrochen. Die Einkaufsmangerindizes, ein verbreiteter Frühindikator, sind im März weltweit auf historische Tiefststände gefallen. Auch der globale Frühindikator der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (Kof) und der brasilianischen Fundação Getúlio Vargas lässt einen signifikanten Abfall der globalen Konjunktur erwarten (vgl. Grafik 1).

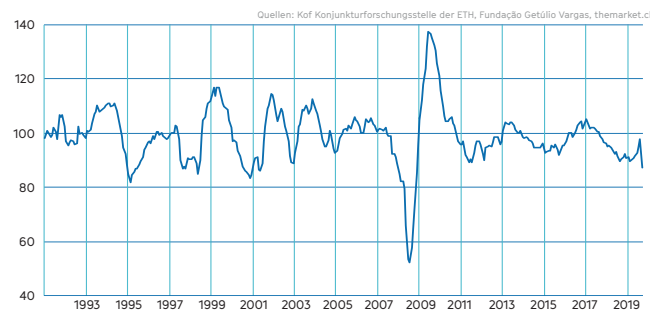
Hoch verschuldete Unternehmen

Als wäre das Virus nicht schon schlimm genug, sorgt der gefallene Ölpreis für zusätzlichen Stress. Die Folgen könnten einschneidend sein, bedeutet dies doch, dass die Investitionen der Explorationsindustrie in den USA schrumpfen werden, da es sich bei diesen Preisen nicht mehr lohnt, neue Vorkommen zu erschliessen. Dieser Investitionsrückgang belastet die Konjunktur, während die üblichen Nutznießer eines tieferen Ölpreises – zum Beispiel Fluggesellschaften und Transportunternehmen – im aktuellen Fall nicht davon profitieren können.

George Magnus, der ehemalige Chefökonom von UBS, fasst die Situation wie folgt zusammen: «Wir scheinen uns jetzt in einem börsartigen Deflationsschock zu befinden, der sich in weniger als drei Monaten von einem Risikoszenario zur Realität entwickelt

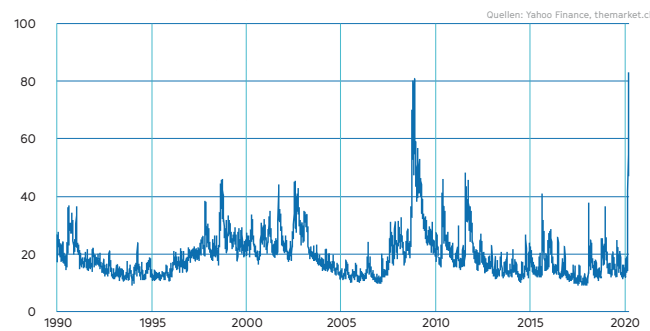
1) Konjunktur kühlt sich ab

Kof-FGV Globaler Frühindikator



2) Stark gestiegene Volatilität

Volatilitätsindex auf den S&P 500 (in %)



hat.» Dazu passt der Abwärtssog der Zinsen, der die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen zeitweise unter 0,5% gedrückt hat.

Die Kombination von rekordhohen Schulden in den Unternehmensbilanzen und nun einbrechenden Cashflows ist gefährlich – besonders falls die Kapitalmärkte «einfrieren» und die Refinanzierung zum Problem wird. Der Ölpreissturz verschärft die Gefahr von Ausfällen besonders in den USA, wo die Energieunternehmen gemäss Schätzung von Goldman Sachs rund 130 Mrd. \$ an Ramschanleihen («junk Bonds») ausstehend haben.

Generell sind die seit der Finanzkrise gestiegenen Schulden ein Problem: Gemäss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich belaufen sich die weltweit ausstehenden Schulden auf rund 250 Bio. \$ oder mehr als das Dreifache der Wirtschaftsleistung. Rund ein Drittel davon entfällt auf Unternehmensschulden (ohne Finanzsektor). Gemäss Daten der Research-Boutique Capital Economics haben diese Schulden in vielen Ländern neue Höchst erreicht. Geraten die Firmen in eine Kreditklemme, wird aus einem Liquiditäts- rasch ein Solvenzproblem.

Die Gefahr einer Schuldenkrise ist real. «Es reicht, wenn nur ein Teil der Unternehmensschulden nicht bedient werden kann, damit es weitreichende wirtschaftliche und finanzielle Konsequenzen gibt», schreibt Simon MacAdam von Capital Economics. Je länger die von der Coronakrise ausgelösten Störungen anhalten, desto eher nähern wir uns der Gefahrenzone. Wie die Risikoauflage (Spreads) auf US-Unternehmensanleihen in den qualitativ niedrigeren Ratingstufen zeigen, beginnen die Anleger, einen Anstieg der Anzahl Konkurse einzupreisen.

Just in dieser Lage sind die Munitionskammern der Notenbanken weitgehend leer. Nach der Notfall-Leitzinssenkung des Fed am 3. März um 50 Basispunkte und dem zweiten Schritt am 15. März, als der Zins auf 0 bis 0,25% reduziert wurde, ist der Spielraum für weitere Schritte ausgeschöpft. In vergangenen Rezessionen senkte das Fed die Zinsen um jeweils rund fünf Prozentpunkte, um der Wirtschaft wieder Schub zu verleihen. Das ist von diesem tiefen Niveau schlicht nicht mehr möglich, schliesst man extreme Negativzinsen aus.

Zwar hat das Fed seine Anleihenkäufe wieder ausgeweitet und begonnen, seine Bilanz aufzublähen. Ende August 2019 war die Fed-Bilanz 3,76 Bio. \$ schwer. Aktuell steht sie bei 5,25 Bio. \$ – das ist ein Zuwachs von 1,5 Bio. \$ innerhalb eines halben Jahres. Als die US-Notenbank in der Finanzkrise Ende 2008 mit der Bilanzausweitung begann, betrug ihre Aktiva noch weniger als 1 Bio. \$. Ob vom aktuellen Niveau eine ähnliche Ausweitung möglich ist, ist nicht klar. Irgendwann verlieren die Marktteilnehmer das Vertrauen in die Zentralbanken.

Gefährliche Volatilität

Schliesslich drohen wegen der Zunahme der Kursausschläge (Volatilität) neue Unfallgefahren. Denn bei stärkeren Kursbewegungen müssen Portfoliomanager typischerweise Risiken reduzieren. Der Grund? Risikomodelle wie zum Beispiel Value at Risk (VaR) basieren auf der Volatilität als Modellinput. Nimmt sie zu, zeigt der VaR ein erhöhtes Risiko an. Mit steigender Volatilität müssen die Portfoliomanager das Risiko reduzieren, was den Verkaufsdruck an den Aktienmärkten verstärkt.

Die Volatilität findet zudem Eingang in die Modelle zur Bestimmung der Ausfallrisiken eines Unternehmens. Nimmt die Schwankung des Aktienkurses zu, zeigen diese Modelle ein höheres Kreditrisiko an. Und dieses wiederum verlangt einen grösseren Risikoaufschlag in der Rendite der Anleihen, was steigende Refinanzierungskosten für das betreffende Unternehmen zur Folge hat.

Deshalb ist der Ausbruch der Volatilität so beunruhigend. Der Vix, der die Markterwartung der Schwankungsbreite im S&P 500 abbildet, hat kürzlich ein neues Rekordhoch erklommen (vgl. Grafik 2).

Zu Jahresbeginn waren viele Aktien für ein perfektes Wirtschaftsszenario bewertet. Nur unter der Annahme anhaltenden Wachstums bei niedrigen Zinsen auf Jahre hinaus konnten diese Bewertungen gerechtfertigt werden. Auch in der Schweiz handelten nicht wenige Valoren zum Dreissig- bis Vierzigfachen ihres geschätzten Gewinns für 2020. Sogar langweilige Unternehmen wie Nestlé erreichten ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 30. Angesichts der niedrigen Zinsen wurden solche Bewertungen von vielen Marktteilnehmern als «fair» taxiert.

Hohe Bewertung, tiefer Fall

Doch die Erwartung von Perfektion lässt keinerlei Raum für Enttäuschungen. «Wenn an den Märkten nach Perfektion gepeist wird, ist die Enttäuschung programmiert, wenn es an Perfektion mangelt», meint Louis-Vincent Gave von der Researchboutique Gavkal. Entsprechend gross ist in einem solchen Umfeld die Fallhöhe.

Die schlechte Nachricht: Auch nach der Kurskorrektur sind die Bewertungen noch nicht offensichtlich günstig (vgl. S. 6). Zum einen, weil sie vorher sehr hoch waren, und zum anderen, weil angesichts der wirtschaftlichen Ungewissheit die Gewinnsschätzungen nahezu wertlos geworden sind. Kommt es tatsächlich zu einer globalen Rezession, werden die Gewinne kollabieren.

Ein weiteres Problem: Seit einiger Zeit dominieren an den Börsen Momentum-, Growth- und passive ETF-Investoren, die auf stark wachsende Unternehmen mit Kursmomentum gesetzt haben. Bekommen sie kalte Füsse, wird die Verkaufswelle nochmals zunehmen. Bis die Value-Investoren zugreifen, die bei der Bewertung typischerweise einen substanzialen Abschlag fordern, müssen die Kurse noch einiges stärker fallen.

Wer glaubt, die bisherige Korrektur an den Börsen nehme bereits ein wrides Drehbuch vorweg, sollte auf George Magnus hören: «Wenn die Weltwirtschaft tatsächlich in eine Rezession fällt, dann dürfte ein Rückgang der Aktienkurse um 30% historisch gesehen bloss ein Hors d'oeuvre sein. Die Sache könnte noch hässlicher werden.»

Es gibt also keinen Grund zu Eile. Anleger können ruhig abwarten, bis die Notierungen noch weiter gefallen sind.

Lesen und teilen Sie diesen Artikel online:

go.themarket.ch/z20111



27,4 Bio. \$ Kumulierte jährliche Wirtschaftsleistung der Volksrepublik China und der Eurozone.

Quelle: IMF WEO Daten für 2019

Ehrenpreis: NZZ-Team

Serie zur Vorsorge und Vermögensplanung



Michael Ferber



Werner Grundlehner



Anne-Barbara Luft



Michael Schäfer

Vollständige Serie: [private.ch](https://www.private.ch)

VORSORGE UND VERMÖGENSPLANUNG

Die richtige Strategie für jede Lebensphase

Bei der Altersvorsorge werden im Laufe des Lebens immer neue Themen wichtig – eine gute Planung zahlt sich in jedem Fall aus

ANNE-BARBARA LUFT

Man ist weder zu jung noch zu alt, um sich mit den Themen Vermögensaufbau und Altersvorsorge zu befassen. Finanzplanung und Lebensplanung lassen sich nicht voneinander trennen, denn für die persönlichen Wünsche und Ziele sind entsprechende finanzielle Mittel nötig. Eine grosse Familie, ein Haus, das eigene Geschäft oder der vorzeitige Ruhestand – wie auch immer der Plan fürs Leben aussieht, eine konkrete Finanzplanung hilft dabei, dass diese Träume wahr werden. In jeder Lebensphase sind Strategien für den Aufbau oder die Verwendung des Vermögens wichtig.

Junge Erwachsene

Schon junge Erwachsene machen sich Sorgen darüber, ob sie im Alter finanziell gut versorgt sind – laut dem «Jugendbarometer» der Credit Suisse ist Altersarmut sogar die grösste Sorge. Trotzdem haben acht von zehn Menschen unter 25 keine individuelle Vorsorge. Das Thema Altersvorsorge erscheint noch weit weg und gilt als sehr kompliziert. Darüber hinaus befürchten viele junge Menschen, dass eine individuelle Altersvorsorge sehr teuer ist. Dabei kann schon das Einzahlen von 100 Fr. pro Monat in einen 3a-Anlagefonds von grossem Nutzen sein. Bevor junge Erwachsene aber anfangen, regelmässig in die Säule 3a einzuzahlen, sollten sie überlegen, wofür sie das gesparte Kapital verwenden möchten. Das Vermögen aus dem 3a-Konto darf nämlich nur in Ausnahmefällen (Immobilienkauf, Selbstständigkeit, Wegzug aus der Schweiz) schon vor der Pensionierung bezogen werden.

Berufseinsteiger

Mit dem ersten eigenen Gehalt kommen neue Herausforderungen auf junge Menschen zu. Eine saubere Budgetplanung ist eine davon. Wer gut plant, kann schon mit dem ersten Lohn mit dem Vermögensaufbau starten – dafür sind zu Beginn keine grosse Summen nötig. Weil mit dem Lohn auch Steuern fällig werden, sind steuerbegünstigte Einzahlungen in die gebundene dritte Säule eine sinnvolle Möglichkeit. Erwerbstätige mit Pensionskassenanschluss dürfen in die



Schon junge Erwachsene machen sich Sorgen darüber, ob sie im Alter finanziell gut versorgt sind.

ILLUSTRATION CHRISTINE RÖSCH

sem Jahr bis zu 6826 Fr. einzahlen und vom steuerbaren Einkommen abziehen. Da bei jungen Menschen der Anlagehorizont naturgemäss sehr lang ist – nämlich bis zur Pensionierung –, kann es sich lohnen, die 3a-Guthaben in Anlagefonds mit höheren Ertragschancen anzulegen. Diese Produkte sind zwar mit einem höheren Risiko verbunden, doch über eine Anlagedauer von 30 bis 40 Jahren werden die zu erwartenden Schwankungen an den Finanzmärkten geglättet.

Familie und Partnerschaft

Junge Familien sollten sich mit dem Thema Risikoabsicherung beschäftigen. Wer seine Kinder und den Partner gegen finanzielle Engpässe bei Erwerbsunfähigkeit absichern möchte, sollte eine entsprechende Versicherung in Erwägung ziehen. Wenn der Hauptverdiener aufgrund von

Unfall, Krankheit oder Invalidität ausfällt, kann es zu finanziellen Problemen kommen. Zwar erhalten Arbeitnehmer nach einer gewissen Zeit eine IV-Rente, doch diese reicht nicht, um den bisherigen Lebensstandard aufrechtzuerhalten, da sie nur 60% des Einkommens abdeckt.

Babypausen und Teilzeitpensum führen vor allem bei Frauen zu Lücken in der beruflichen Vorsorge. Bei mehr als 60% der Familien in der Schweiz arbeiten die Mütter in einem Teilzeitpensum. Mit der Reduktion des Arbeitspensums schrumpfen auch die Vorsorgeleistungen. Diese Lücken lassen sich beispielsweise durch Einzahlungen in die dritte Säule verkleinern oder schliessen.

Die Wendungen des Lebens lassen sich nicht vorhersagen. Laut Statistik werden in der Schweiz rund 40% der Eheleute geschieden – ein Ereignis, das auch schwerwiegende Folgen

für die Altersvorsorge hat. Um die wirtschaftliche Unabhängigkeit beider Partner auch nach der Scheidung zu gewährleisten, wurde das sogenannte Pensionskassen-Splitting eingeführt: Die während der Ehe angesparten PK-Vermögen werden geteilt. Nicht immer lässt sich mit diesem neuen Vorsorgevermögen der gewünschte Lebensstandard nach der Pensionierung erreichen.

Immobilienkauf

Ein Teil des Vorsorgevermögens kann für die Finanzierung des eigenen Zuhauses genutzt werden. Das Vermögen, das in der dritten Säule angespart wurde, kann vollständig für den Kauf einer selbstgenutzten Immobilie verwendet werden. Auch aus der zweiten Säule, also der Pensionskasse, darf ein Teil für die Eigenheimfinanzierung eingesetzt wer-

den. Hauskäufer müssen aber berücksichtigen, dass ein solcher Vorbezug die Leistungen im Alter verringert. Bis zum Alter von 50 Jahren darf das gesamte Kapital aus der zweiten Säule für den Kauf des Eigenheims verwendet werden, danach ist es auf die Freizügigkeitsleistungen limitiert. Es gibt alternativ die Möglichkeit, Pensionskassengelder zu verpfänden. Auf diese Weise werden die Altersleistungen nicht geschmälert.

Ruhestand

Auch wenn man das Pensionsalter erreicht hat und den Ruhestand geniessen kann, stehen wichtige Entscheidungen für die Vermögensplanung an. Soll man sich das Vorsorgekapital auszahlen lassen, entscheidet man sich für eine Rente, oder wählt man eine Mischform? Wer sich für die Kapitalauszahlung entscheidet, muss diese bis zu drei Jahre vor der Pensionierung bei der Pensionskasse anmelden. Danach kann man nicht mehr auf der Auszahlung bestehen. Lange Listen an Argumenten sprechen sowohl für die eine als auch für die andere Variante. Bei der Entscheidung sollte berücksichtigt werden, wie der finanzielle Bedarf aussieht, wie hoch das Sicherheitsbedürfnis ist und über welche Kenntnisse in der Geldanlage man verfügt.

Nachkommen

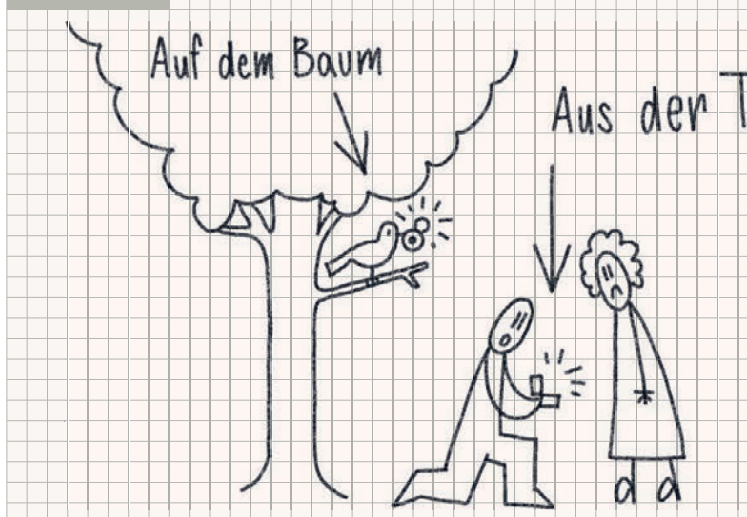
Die Nachlassplanung ist ebenfalls ein wichtiger Teil der Vorsorgeplanung. Wer sich nach der Pensionierung für die Kapitalauszahlung entschieden hat, kann über das Vermögen, unter Berücksichtigung der Pflichtteile, testamentarisch frei verfügen. Beim Rentenbezug entscheidet das Reglement, inwieweit der Partner rentenberechtig ist.

ALTERSVORSORGE

Dies ist der erste Teil einer elfteiligen Serie. Sie erscheint jeweils am Montag. Kommende Woche geht es um «Rentenkürzungen in der beruflichen Vorsorge – lohnen sich Einkäufe in die Pensionskasse trotzdem?»

NZZ nzz.ch

Schadensskizze



Was immer kommt – wir helfen Ihnen rasch und unkompliziert. mobiliar.ch

dieMobilier

Die Neue Zürcher Zeitung

Seit der Gründung im Jahre 1780 steht die «Neue Zürcher Zeitung» für eine kontinuierliche, der Sachlichkeit verpflichtete Berichterstattung im Geiste einer liberalen Weltanschauung.

Mit Sorgfalt und Fachwissen sind mehr als 200 top-qualifizierte Journalistinnen und Journalisten in Zürich und rund 50 Korrespondenten im In- und Ausland im Einsatz. Aktuelle Ereignisse werden analysiert, eingeordnet und kommentiert.

Die «Neue Zürcher Zeitung» liefert zu den News Hintergründe und ermöglicht eine seriöse Orientierung im schnelllebigen Informationszeitalter. Als moderne Medienmarke bietet die NZZ einer interessierten und aufmerksamen Leserschaft hochqualifizierten zahlpflichtigen Inhalt, der jederzeit auf allen Kanälen verfügbar ist. Die «Neue Zürcher Zeitung» ist national und international eine der führenden Stimmen des Qualitätsjournalismus.

NZZ-Serie zur Vorsorge und Vermögensplanung

Wie sollte man für den Ruhestand vorsorgen? Was kann man von AHV und Pensionskasse erwarten? Welche Rolle spielen die eigenen beruflichen Fähigkeiten? Was passiert bei einem Jobverlust? Wie sichere ich meine Familie ab?

Die meisten Schweizerinnen und Schweizer stellen sich solche Fragen. Gerade in Zeiten ultraniedriger Zinsen und der demografischen Alterung der Bevölkerung ist es wichtig, Antworten darauf zu finden und die Altersvorsorge entsprechend zu planen.

Ziel der 13-teiligen Serie «Vorsorge und Vermögensplanung» des Finanzen-Teams der «Neuen Zürcher Zeitung» war es, die Thematik verständlich und nutzwertig aufzubereiten sowie Denkanstösse zu geben.

Zum Team gehören:

Michael Ferber, Redaktor

Werner Grundlehner, Redaktor

Anne-Barbara Luft, Redaktorin

Michael Schäfer, Redaktor

Christine Rösch, Illustratorin

VORSORGE UND VERMÖGENSPLANUNG

Jedes gewonnene Lebensjahr drückt auf die Rente

Die steigende Lebenserwartung stellt alle drei Säulen der Altersvorsorge vor grosse Herausforderungen

WERNER GRUNDELHNER

Ein Amerikaner würde bei der Analyse der Schweizer Vorsorge vom «Elefanten im Raum» sprechen. Damit ist ein Problem gemeint, das man eigentlich nicht ignorieren kann, das aber doch alle geflüssentlich übersehen. Gemeint ist die steigende Lebenserwartung bei gleichbleibendem Rentenalter. Das ist gerade für die AHV ein Problem, die auf einem Umlageverfahren basiert, bei dem laufende Verpflichtungen mit laufenden Einnahmen finanziert werden.

Dieses im Jahr 1948 eingeführte System weist einen Konstruktionsfehler auf: Das Rentenalter ist starr und die Lebenserwartung dynamisch. Die Lebenserwartung in der Schweiz ist in den vergangenen Jahrzehnten stark gestiegen. Laut dem Bundesamt für Statistik (BFS) weisen 65-Jährige im Jahr 2018 eine verbleibende Lebenserwartung von 22,7 (Frauen) bzw. 19,9 Jahren (Männer) auf. Gemäss einem Referenzszenario des BFS dürften diese Werte bis 2065 weiter steigen, und zwar auf 27,1 bzw. 24,8 Jahre. Kommt es zu keiner Reform der ersten Säule, drohen erhebliche Finanzlöcher. Die Abstimmung im Mai 2019 mit der Annahme des «AHV-Steuer-Deals» brachte nur wenig Erleichterung. Die AHV erhält nun jährlich 2 Mrd. Fr. zusätzlich. Trotzdem fehlen gemäss Bundesrat Berset bis 2030 insgesamt 23 Mrd. Fr. in der Kasse. Auch die nächste AHV-Reform, die sogenannte AHV 21, wird am Grundproblem nichts ändern.

Aktive finanzieren Rentner

Die steigende Lebenserwartung belastet auch die zweite Säule. Die Pensionskassen brauchen mehr Geld. Eigentlich müssten in der beruflichen Vorsorge die Renten nach dem Kapitaldeckungsverfahren aus den angesparten Guthaben finanziert werden. Dieses System ist seit einigen Jahren in Schiefelage. Derzeit werden Jahr für Jahr rund 7 Mrd. Fr. von den aktiv Versicherten zu den Rentnern umverteilt. «Die Umverteilung von Jung zu Alt ist in erster Linie eine Folge des zu hohen Umwandlungssatzes», sagt Ueli Mettler vom Pensionskassen-Beratungsunternehmen c-alm. Der Umwandlungssatz bestimmt, welcher Prozentsatz des zum Pensionie-



Erwerbstätige müssen sich zugunsten des Sparens einschränken, um im Alter über genügend Geld zu verfügen. ILLUSTRATION CHRISTINE RÖSCH

rungszeitpunkt verfügbaren Altersguthabens als lebenslängliche Rente ausgerichtet wird. Ist dieser Prozentsatz zu hoch angesetzt – weil die Leute länger leben und weil auf dem Altersguthaben über die Restlebensdauer zu wenig Zins verdient wird –, reicht das angesparte Altersguthaben im Durchschnitt nicht aus, um die Rente bis zum Lebensende zu finanzieren. Das fehlende Geld kommt dann von der Aktivgeneration.

Die Lösung des Problems liegt gemäss Mettler auf der Hand: Der Umwandlungssatz müsse runter. Das gehe aber nicht, weil das Volk diesen Satz bei 6,8% verbindlich festgeschrieben hat. Ein Umwandlungssatz von 6,8% impliziert eine lebenslängliche Zinsgarantie von fast 5,0% jährlich – und dies in einer Zeit, in der die Verfallsrendite einer zehnjährigen Schweizer Staatsobligation bei rund -0,5% liegt. Dieser

Mindestumwandlungssatz gilt nur für den obligatorischen Teil der beruflichen Vorsorge, für den überobligatorischen Teil gelten keine politisch festgesetzten Parameter, und die Pensionskassen sind in der Leistungsgestaltung frei.

Mit Überobligatorium flexibel

«Die meisten Pensionskassen legen nun ihre Leistungsparameter umhüllend – also in einer konsolidierten Betrachtung des obligatorischen und überobligatorischen Teils der beruflichen Vorsorge – fest», sagt Mettler. Folglich können diejenigen Pensionskassen, deren Destinatäre über viel überobligatorisches Altersguthaben verfügen, relativ flexibel die Leistungen an die ökonomisch angezeigten Grössen anpassen. Pensionskassen mit Versicherten, deren Altersguthaben sich nahe am BVG-

Minimum bewegen, haben demgegenüber kaum Spielraum, den Umwandlungssatz zu senken. In der beruflichen Vorsorge wird laut Mettler eine Mindestmarge Überobligatorium damit zur Versichererpflicht.

Lösungen, um die Vorsorgesysteme wieder fit zu machen, sind bekannt. Sowohl die OECD als auch das World Economic Forum oder der renommierte Global Pension Index nennen drei Ansatzpunkte: das Rentenalter erhöhen und flexibilisieren, ältere Arbeitnehmer länger arbeiten lassen und generell besser in den Arbeitsmarkt integrieren sowie die Bürger dazu bringen, mehr privat vorzusorgen. Der erste Punkt ist in der Schweiz wie erwähnt umstritten. Es bliebe noch die Arbeit über das Pensionalter hinaus. Der Bundesrat ist bemüht, Anreize dafür zu schaffen, bis jetzt aber mit bescheidenem Erfolg. 20% der

65- bis 74-Jährigen erzielen noch ein Erwerbseinkommen. Ein Viertel davon sind aber Selbständige. Als erwerbstätig gilt dabei bereits, wer eine Stunde pro Woche arbeitet oder unentgeltlich im Familienbetrieb tätig ist.

Arbeitsmarkt als Hindernis

Laut einer Studie des Beratungsunternehmens Deloitte würden 40% aller Erwerbspersonen zwischen 50 und 64 Jahren gerne über das Pensionalter hinaus arbeiten. Allerdings rechnen nur sehr wenige damit, dies auch tatsächlich zu tun. Vergleicht man die Bereitschaft der 50- bis 64-Jährigen, über das Rentenalter hinaus zu arbeiten, mit der effektiven Arbeitsmarktpartizipation der Pensionierten, ergibt sich ein beträchtlicher Unterschied. Laut der Deloitte-Studie bestand für 66% der bereits pensionierten Befragten gar keine Möglichkeit zum Weiterarbeiten. Es gibt zahlreiche Gründe, warum Unternehmen Mitarbeitende nicht über das ordentliche Rentenalter hinaus beschäftigen; unter anderem die damit verbundenen Kosten, fehlendes Fachwissen oder Vorurteile. Manchen Unternehmen ist jedoch das Arbeitskräftepotenzial älterer Arbeitnehmer wohl schlicht nicht bewusst.

Fazit nach dem Blick auf die Vorsorgewerke und die Lebenserwartung: Die Schweizer müssen das Heft selbst in die Hand nehmen, um die Versorgungslücke zu decken. Falls die Gesundheit sowie die Arbeitssituation es zulassen, ist Arbeiten über das Pensionalter hinaus und ein Aufschieben der Rentenzahlung eine gute Idee. Zudem sollen die privaten Vorsorgemassnahmen intensiviert werden. Hierfür bietet sich etwa das steuerbegünstigte Sparen in der Säule 3a an.

ALTERSVORSORGE

Dies ist der sechste Teil einer elfteiligen Serie zum Thema «Vorsorge und Vermögensplanung», die jeweils am Montag erscheint. Kommende Woche geht es um das Thema «Immobilien und Altersvorsorge».

NZZ nzz.ch/finanzen

Schadenskizze

VORSORGE UND VERMÖGENSPLANUNG

Was ein Jobverlust für die Altersvorsorge bedeutet

Wird man arbeitslos, hat das Konsequenzen für die Vorsorge – je nach Ausgangslage gilt es auf unterschiedliche Dinge zu achten

MICHAEL SCHÄFER

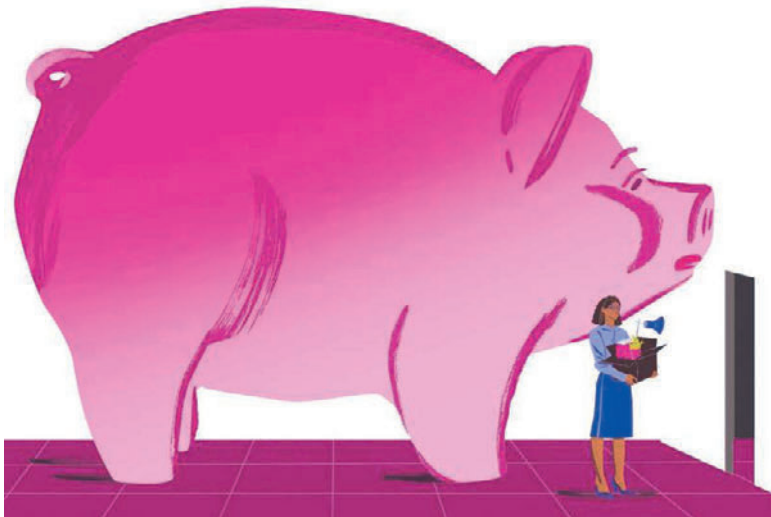
Obwohl er seit geraumer Zeit ein mulmiges Gefühl hat, freut sich Urs Spirig (Name geändert) nun doch auf seinen 50. Geburtstag. Die mit dem Alterwerden verbundenen Sorgen sind für den Moment in den Hintergrund gerückt. Er hat etliche Freunde zu einem kleinen Fest in seinem Lieblingsrestaurant eingeladen. Doch einen Tag vor seinem Geburtstag wird die Vorfreude auf das fröhliche Beisammensein jäh torpediert: Die Versicherung, bei der Spirig seit 20 Jahren arbeitet, kündigt ihm.

Knackpunkt zweite Säule

Alle Versuche, eine neue Stelle innerhalb des Unternehmens zu finden, scheitern, und die Beraterin im Regionalen Arbeitsvermittlungszentrum macht ihm wenig Hoffnung, einen seinen Qualifikationen entsprechenden Job zu finden. Spirigs ursprüngliche Sorgen weichen rasch jenen um die finanzielle Zukunft und die Vorsorge für das Alter.

Nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses ist Spirig noch für 30 Tage bei der bisherigen Pensionskasse beitragsfrei gegen Invaldität und Tod versichert. Solange er als Arbeitsloser Tagelöhler bezieht, die über der BVG-Eintrittsschwelle liegen, ist er automatisch bei der Stiftung Auffangeinrichtung BVG gegen Invaldität und Todesfall versichert, jedoch nur im Rahmen des gesetzlichen Minimums. Ebenfalls automatisch werden ihm die obligatorischen Beiträge für die AHV abgezogen.

Anders sieht es bei der zweiten Säule aus: Wer wie Spirig für eine Frührentierung zu jung ist, muss in der Regel aus der bisherigen Pensionskasse austreten. Diese Gelder der zweiten Säule (sogenannte Freizügigkeitsgelder) können auf verschiedene Arten angelegt werden, sagt Liliane Grüter, Inhaberin der LGG Finanzplanung und Vorstandsmitglied vom Finanzplaner Verband Schweiz. Freizügigkeitskonten von Banken bieten zwar eine hohe Flexibilität, werfen allerdings nur mickrige Zinsen knapp über null ab. Sie eignen sich deshalb vor allem dann, wenn die Gelder nur kurz «parkiert» werden. Versicherungen offerieren Freizügigkeitspolice, die Risiken wie Invaldität oder Tod absichern, was den Zins jedoch zusätzlich schmälert.



Kapital für die zweite Säule kann auch nach dem Ausscheiden aus einem Unternehmen angespart werden. ILLUSTRATION CHRISTINE RÖSCH

Soll das Kapital eine Rendite erzielen, die ihren Namen verdient, muss es ähnlich wie in einer Pensionskasse breit diversifiziert angelegt werden. Banken bieten hierzu Vorsorgefonds mit standardisierten Anlagestrategien an. Handelt es sich dabei um aktiv verwaltete Fonds, sind die Gebühren meist recht hoch. Günstiger fährt man üblicherweise mit einer Lösung, die auf ETF basiert.

Will Herr Spirig die Altersvorsorge fortführen und weiter Kapital ansparen, um Lücken in der zweiten Säule zu verhindern, kann er dies bei der Stiftung Auffangeinrichtung BVG tun, erklärt Grüter. Dazu muss er sich innerhalb von drei Monaten nach dem Ausscheiden aus der obligatorischen Versicherung anmelden. Und er muss dann auch für den Arbeitgeberanteil aufkommen, was schnell zu hohen Beiträgen führt. Ein Vorteil der Auffangeinrichtung besteht darin, dass man sich im Gegensatz zu einer Freizügigkeitslösung

bei einer Bank oder einer Versicherung das Altersguthaben auch in Form einer Rente auszahlen lassen kann.

Niedriger Umwandlungssatz

In seit dem 1. Januar 2020 von Einzelpersonen freiwillig abgeschlossenen Vorsorgeplänen berechnet die Auffangeinrichtung das Altersguthaben umhüllend und wendet darauf einen einheitlichen Umwandlungssatz von 4,2% an. Pro 100 000 Fr. Alterskapital ergibt sich eine Rente von 4200 Fr., wobei zum Alterskapital neben dem obligatorischen auch das überobligatorische Guthaben sowie Gelder von Freizügigkeitskonten zählen. Im Vergleich zu umhüllenden Pensionskassen sei der Umwandlungssatz aber recht tief, sagt Florian Schubiger von den Vermögenspartnern. Die PK-Studie von Swisscanto weist einen mittleren Umwandlungssatz von 5,7% für umhüllende Kassen aus. Solange man Arbeitslosengeld bezieht, ist es nicht zuletzt aus steuerlicher Sicht sinnvoll, Gelder in die Säule 3a einzuzahlen. Findet Herr Spirig keine neue Anstellung und wird ausgesteuert, ist das nicht mehr erlaubt. Als Ausgesteuerter muss er AHV-Nichterwerbbeiträge bezahlen. Sie gelten als abgegolten, wenn seine Ehegattin den doppelten Mindestbetrag zahlt. Bleibt Spirig dauerhaft arbeitslos, wäre es von Vorteil, sich die Freizügigkeitsgelder möglichst spät auszahlen zu lassen, denn Zinsen und Dividenden müssen nicht als Einkommen und das Guthaben nicht als Vermögen versteuert werden.

Bei Freizügigkeitskonten ist grundsätzlich ein Bezug bis zu fünf Jahre vor und nach dem Erreichen des AHV-Alters möglich. Bei grösseren Guthaben lassen sich zusätzlich Steuern sparen, wenn die Vorsorgegelder auf zwei Freizügigkeitskonten bei unterschied-

lichen Stiftungen eingezahlt wurden und gestaffelt bezogen werden, rät Schubiger. Entscheidet man sich für die freiwillige Fortführung der beruflichen Vorsorge bei der Auffangeinrichtung, ist ein Vorbezug bzw. ein Aufschub der Altersleistung bei neuen Plänen, die ab dem 1. Januar 2020 abgeschlossen werden, nicht vorgesehen.

Folgen einer Frührentierung

Mit anderen Fragen wäre Spirig konfrontiert gewesen, wenn ihm in einem Alter gekündigt worden wäre, in dem eine Frührentierung möglich wäre. Eine solche sehen viele Pensionskassen zwar schon ab 58 oder 60 Jahren vor, die Renten fallen dann aber deutlich schmaler aus als bei einem Bezug ab dem regulären Pensionsalter. Auch bei der AHV, die sich bis zu zwei Jahre vorziehen lässt, sind die Einbussen mit 6,8 Prozentpunkten pro Jahr happig.

In solchen Fällen sei eine individuelle Beratung besonders sinnvoll, sagt Grüter. Weil die letzten Jahre in der Pensionskasse wegen hoher Beiträge und des Zinseszinsseffekts besonders wichtig sind, könne es vorteilhaft sein, sich nicht ganz frührentieren zu lassen. Nicht selten sei eine Teilpensionierung kombiniert mit einer teilweisen Arbeitslosigkeit besser. So liessen sich hohe AHV-Beiträge für Nichterwerbstätige vermeiden. Um hohe AHV-Beiträge, hohe Steuern und Rentenreduktionen zu umgehen, könne es unter Umständen sogar ratsam sein, eine vom Arbeitgeber angebotene Überbrückungsrente abzulehnen.

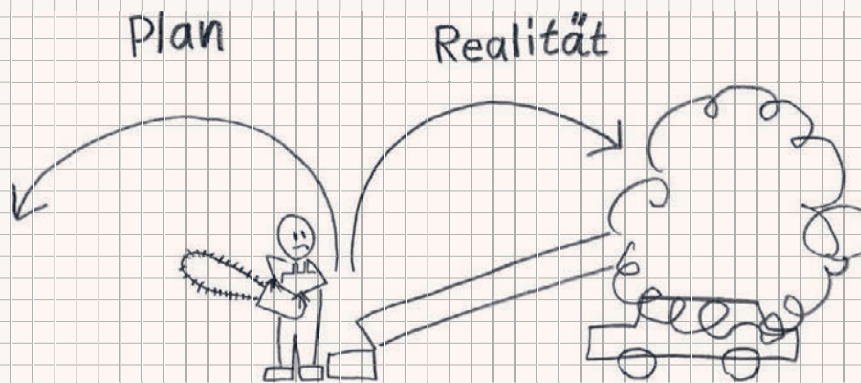
«Auch bei einer allfälligen Abfindungszahlung sind die steuerlichen Folgen zu bedenken», ergänzt Schubiger. Diese seien dann wesentlich geringer, wenn die Abfindung einen Vorsorgecharakter habe. Dazu müsse der Versicherte mindestens 55 Jahre alt sein, seine Haupterwerbstätigkeit aufgeben, und die Frührentierung müsse eine Vorsorgelücke verursachen.

ALTERSVORSORGE

Dies ist die letzte Folge einer Serie zum Thema Vorsorge und Vermögensplanung.

NZZ nzz.ch/finanzen

Schadensskizze



Was immer kommt – wir helfen Ihnen rasch und unkompliziert. mobiliar.ch

die Mobiliar

FINANZEN NACH DER PENSIONIERUNG

Eine Scheidung ist ein Risiko für die Altersvorsorge

Neben all den Emotionen darf bei einer Scheidung die Vorsorge nicht vergessen werden – es drohen sonst Lücken

Die Aufteilung des Vorsorgevermögens bei einer Scheidung ist gesetzlich geregelt. Nicht selten stehen aber beide Partner nachher schlechter da.

ANNE-BARBARA LUFT

Etwa 40% der Ehen brechen auseinander. Paartherapeuten sehen in einer Scheidung in einigen Fällen durchaus Vorteile und die Chance, danach ein glücklicheres Leben zu führen. Diese Ansicht teilen Finanzberater hingegen nicht. Eine Scheidung bringt aus finanzieller Sicht vor allem Nachteile. Das gilt ganz besonders für die Altersvorsorge. Selbst wenn das angesparte Vorsorgevermögen für ein Ehepaar im Alter gereicht hätte, kann es zwei Singles nicht immer den gewünschten Lebensstil sichern.

Vorsorgeausgleich

Die Modalitäten der Aufteilung der drei Säulen der Vorsorge sind gesetzlich klar geregelt. Die Vorsorgeguthaben, die während einer Ehe angespart wurden, sind oft unterschiedlich hoch. Nach wie vor übernehmen Frauen einen grösseren Teil der Kinderbetreuung und der Arbeit im Haushalt. Mehr als die Hälfte der erwerbstätigen Frauen in der Schweiz haben ein Teilzeitpensum. Die Folge davon ist, dass die Frauen während der Ehe oft nicht die Möglichkeit hatten, ein ebenso grosses Vermögen für das Alter anzusparen wie ihre Ehemänner. Im Fall einer Scheidung werden die unterschiedlich grossen Guthaben zwischen den Ehepartnern aufgeteilt, um einen Ausgleich für den weniger oder nicht erwerbstätigen Partner zu schaffen. Diesen Vorgang nennt man Vorsorgeausgleich. Grundsätzlich werden die während der Ehe angesparten Vorsorgeguthaben hälftig geteilt. Im Detail hängt die Verteilung vor allem von der jeweiligen Situation der Ehepartner ab.

AHV

Für die Vermögen der ersten Säule wird ein sogenanntes AHV-Splitting angewendet. Die Einkommen, die während der Ehe erzielt wurden, werden hälftig geteilt. Die Auswirkungen des Splittings



Scheiden schmerzt auch finanziell, obschon das Gesetz, ausgleichende Mechanismen vorsieht.

ILLUSTRATION CH. RÖSCH

bemerkt man erst, wenn eine Rente ausbezahlt wird. Man sollte sich aber trotzdem rechtzeitig über die Ansprüche informieren, dazu muss man die Alters- und Hinterlassenenversicherung über die Scheidung in Kenntnis setzen. Für den Fall, dass ein Ehepaar bereits eine AHV-Rente bezieht, werden nach der Scheidung zwei Einzelrenten ausbezahlt. Wer während der Ehe nicht erwerbstätig war und auch keine AHV-Beiträge gezahlt hat, der muss sich darauf einstellen, dass er diese nach der Scheidung leisten muss.

Pensionskasse

Sowohl die obligatorischen als auch die überobligatorischen Leistungen aus der beruflichen Vorsorge werden bei einer Scheidung geteilt. Dazu zählen die gesamten Altersguthaben bei der Pensionskasse sowie alle Freizügigkeitsgut-

haben. Wenn Vorbezüge aus der zweiten Säule für den Kauf von Wohneigentum bezogen wurden, dann werden auch diese Vorbezüge geteilt, wenn eine Ehe auseinanderbricht. Das Vermögen, das einem der Partner als Ausgleich zugesprochen wird, wird nicht ausbezahlt, sondern an dessen Pensionskasse überwiesen. Wer keiner Pensionskasse angeschlossen ist und noch nicht das Alter von 59 Jahren erreicht hat, überweist den Betrag auf ein Freizügigkeitskonto. Zur Auswahl stehen Konti, Versicherungen oder Wertschriftendepots. Entsprechende Produkte gibt es bei Banken und Versicherungen. Welche Lösung die richtige ist, hängt vom Alter und von der Risikofähigkeit des Anlegers ab.

Das sogenannte Eigengut bleibt bei einer Scheidung unberührt und ist von der Teilung ausgenommen. Dazu zählt das Vermögen, das die Ehepartner schon vor der Ehe besessen haben, aber

auch Erbschaften und Schenkungen, die einer der Partner während der Ehe erhalten hat, gehören dazu. Werden mit diesem Vermögen Einkäufe in die Pensionskasse getätigt, dann sind diese nicht Teil des Vorsorgeausgleichs und dürfen nicht geteilt werden.

Dritte Säule

Wenn es vertraglich nicht anders vereinbart ist, dann zählen auch die Vermögen aus den gebundenen und freien dritten Säulen zu der sogenannten Ertragschaft und werden zwischen den Partnern aufgeteilt. Dabei spielt es keine Rolle, in welcher Form das Geld der dritten Säulen angelegt wurde – Konti, Fonds oder Versicherungslösungen. Auch nach der Aufteilung müssen die Guthaben in der gebundenen, steuerbegünstigten Säule 3a bleiben. Es ist nicht möglich, das Vermögen auszu-

zahlen. Eine Einzahlung in die zweite Säule ist jedoch erlaubt, allerdings darf diese Übertragung nicht als Einzahlung deklariert werden.

Ehevertrag

Wenn es keinen Ehevertrag gibt, dann gilt in der Schweiz die Errungenschaftsbeteiligung. Das bedeutet, dass das Vermögen, das während der Ehe angespart wurde, zum gemeinsamen Vermögen der Eheleute zählt und bei einer Scheidung zwischen den Partnern aufgeteilt wird. In einem Ehevertrag wird häufig stattdessen die sogenannte Gütertrennung gewählt. In diesem Fall gibt es kein gemeinsames Vermögen, sondern nur das Vermögen des Ehemanns und der Ehefrau. Das Vermögen aus der ersten und zweiten Säule wird aber auch dann geteilt, wenn ein Ehevertrag besteht.

Bei der dritten Säule wird hingegen das eheliche Güterrecht angewandt. Existiert also ein Ehevertrag, in dem man sich auf Gütertrennung geeinigt hat, dann muss die dritte Säule bei einer Scheidung nicht geteilt werden. Ein solcher Vertrag lohnt sich also vor allem für denjenigen Partner, der zuvor mehr einzahlen konnte. Trotzdem stehen nach einer Scheidung nicht selten beide Seiten schlechter da als vorher. So steigen die laufenden Kosten beispielsweise für einen zweiten Haushalt oder ein weite-

ALTERSVORSORGE

Dies ist der neunte Teil einer elfteiligen Serie zum Thema Vorsorge und Vermögensplanung, die jeweils am Montag erscheint. Komende Woche folgt ein Interview mit Christoph Rytter, dem Geschäftsführer der Migros-Pensionskasse.

NZZ nzz.ch/finanzen

res Auto. Dadurch werden die verfügbaren Mittel, die für das Sparen für den Ruhestand zur Verfügung stehen, knapper. Aufgrund der Lücke, die durch eine Scheidung entstehen kann, sollten Geschiedene eher noch mehr für das Alter zurücklegen. In jedem Fall ist nach der Scheidung eine Standortbestimmung nötig, um sich ein klares Bild über die neue Vorsorgesituation zu machen.

Schadensskizze

VORSORGE UND VERMÖGENSPLANUNG

Mietfrei wohnen im Alter will gut geplant sein

Das Eigenheim wird zunehmend als Teil der Altersvorsorge angesehen – die Idee ist grundsätzlich gut, einiges kann aber schiefgehen

MICHAEL SCHÄFER

Wohneigentum zu erwerben, ist seit und je ein Traum vieler Schweizerinnen und Schweizer. Derzeit sind es laut einer Umfrage von Swiss Life nicht weniger als drei Viertel der Mieter, die lieber ins Eigenheim ziehen wollen. Das Wohnen in den eigenen vier Wänden bringt einige Vorteile mit sich, vor allem ein Motiv gewinnt dabei immer mehr an Bedeutung, nämlich mietfrei zu wohnen, wenn man in Pension geht.

Hinter dieser Überlegung stehen häufig die finanziellen Einbussen, die mit dem Ausscheiden aus dem Erwerbsleben verbunden sind. Nicht selten liegt das Einkommen aus erster und zweiter Säule 30 bis 40% unter dem, was man zuletzt verdient hat. Fällt kein Mietzins an, sind die Einbussen unter dem Strich kleiner oder entfallen sogar ganz, so die Kalkulation.

Länger im Eigenheim

Experten erwarten, dass dieser Weg künftig noch öfter angestrebt wird, denn erstens sind die Wohnkosten im Eigenheim derzeit im Vergleich zum Mieten tiefer. Trotz hohen Immobilienpreisen sorgen ultratiefe Hypothekenzinsen für eine niedrige Belastung, und so schnell rechnet niemand mit einem starken Anstieg der Finanzierungskosten.

Zweitens dürfen Herr und Frau Schweizer aufgrund der demografischen Entwicklung und der Niedrigzinsen in der Zukunft weniger Alterseinkommen erwarten. Drittens wohnen Senioren dank einer steigenden Lebenserwartung und Dienstleistern wie der Spitex immer länger in den eigenen vier Wänden. Vom mietfreien Wohnen können sie entsprechend noch länger profitieren, als es früher der Fall war.

Es stellt sich allerdings die Frage, ob die Rechnung auch aufgehen wird. Dies hängt von einer Vielzahl künftiger Entwicklungen ab. Von zentraler Bedeutung ist dabei, ob auch künftig das Wohnen im Eigenheim für die grosse Mehrheit der Liegenschaften spürbar günstiger sein wird als das Mieten eines vergleichbaren Objekts. Unter anderem hängt das von der Entwicklung der Immobilienpreise und der Mieten ab. Diese werden wiederum stark von den Zinsen, der Zu- oder Abnahme der Be-



Wer mit dem Eigenheim den Lebensabend geniessen will, sollte frühzeitig die gemeinsame Zukunft planen. ILLUSTRATION CHRISTINE RÖSCH

völkerung sowie vom Konjunkturgang beeinflusst. Hinzu kommt der Umstand, dass es nicht auf Durchschnittswerte, sondern stets auf die konkrete Situation ankommt. Und schliesslich spielen die eigenen Präferenzen und Emotionen eine wichtige Rolle, die sich nur schwer quantifizieren bzw. in finanziellen Werten ausdrücken lassen und die sich natürlich auch ändern können.

Da die Prognostizierbarkeit all dieser Faktoren nicht gegeben ist, sollte man eine Reihe von Aspekten beachten, damit das Ansinnen, sich hinsichtlich der eigenen Altersvorsorge besserzustellen, möglichst gute Chancen auf ein Gelingen hat. Die wichtigste Weiche wird mit dem Erwerb des Eigenheims gestellt. Wenn schon von Anfang an klar ist, dass der dritte Lebensabschnitt möglichst lange in diesem Objekt verbracht werden soll, sollte man bereits beim Kaufentscheid an jene Anforder-

ungen denken, die im Pensionsalter zunehmend in den Vordergrund rücken.

Stichworte in diesem Zusammenhang sind beispielsweise ein guter Anschluss an den öffentlichen Verkehr und eine einfache Erreichbarkeit von Geschäften, Hausarzt und Apotheke. Ebenfalls denken sollte man an bauliche Voraussetzungen im Eigenheim. Hier steht ein barrierefreier Zugang zu allen Räumen (inklusive Keller, Waschraum usw.) im Vordergrund, möglichst auch mit dem Rollstuhl.

Rücklagen bilden

In vielen Fällen lautet der Plan dagegen, um den Zeitpunkt der Pensionierung herum umzuziehen, also das alte Eigenheim zu verkaufen und nochmals ein neues zu erwerben. Den einen wird das Haus zu gross, weil die Kinder inzwischen ausgezogen sind, die anderen wol-

len in die Stadt ziehen, weil dort das kulturelle Angebot grösser ist. Die Erfolgsaussichten für dieses Vorhaben steigen natürlich, wenn sich das erste Objekt dann zumal gut verkaufen lässt.

Es gilt also beim Kauf der ersten Immobilie nicht nur auf die eigenen Präferenzen zu achten, sondern auch auf die des «typischen» Käufers. Diese betreffen einerseits die Attraktivität der Lage, zu der unter anderem ein geringer Lärmpegel, eine gute Anbindung an den öffentlichen Verkehr oder nahe gelegene Einkaufsmöglichkeiten, Schulen und Kindergärten zählen. Andererseits sollte das Objekt selbst den Geschmack vieler Kaufinteressenten treffen (also nicht gerade eine allzu ausgefallene Architektur besitzen) und sich in einem tadellosen Zustand befinden.

Damit Letzteres gegeben ist, sollte der Unterhalt nicht vernachlässigt werden. Natürlich trägt ein solcher auch

dazu bei, dass eine Liegenschaft nicht an Wert verliert. Oft wird der finanzielle Aufwand für grössere Reparaturen und Erneuerungen unterschätzt. Mindestens 1% des Immobilienwerts sollte dafür jährlich veranschlagt werden, bei älteren Objekten kann der Wert auch deutlich darüber liegen.

Bei Eigentumswohnungen ist zu bedenken, dass man den Zeitpunkt und den Umfang solcher Arbeiten nicht allein bestimmen kann, sondern nur mit den Miteigentümern. Um stets finanziell flexibel zu sein, sollte man zumindest einen Teil des Betrages zur Seite legen, den man gegenüber dem Wohnen in einem Mietobjekt spart.

Früh mit der Bank sprechen

Wer damit liebäugelt, eines Tages die Hypothek aufzustocken, um eine Sanierung durchzuführen oder weil der Kaufpreis des neuen Eigenheims höher sein könnte als der des alten, sollte früh zu rechnen beginnen. Die Anbieter wenden nämlich auch bei Senioren die sogenannte Tragbarkeitsregel an. Diese fordert, dass die Belastung aus Zinsen (gerechnet wird hier meist mit 5%), einer allfälligen Amortisation und Nebenkosten von je 1% maximal einen Drittel des Haushaltseinkommens ausmachen.

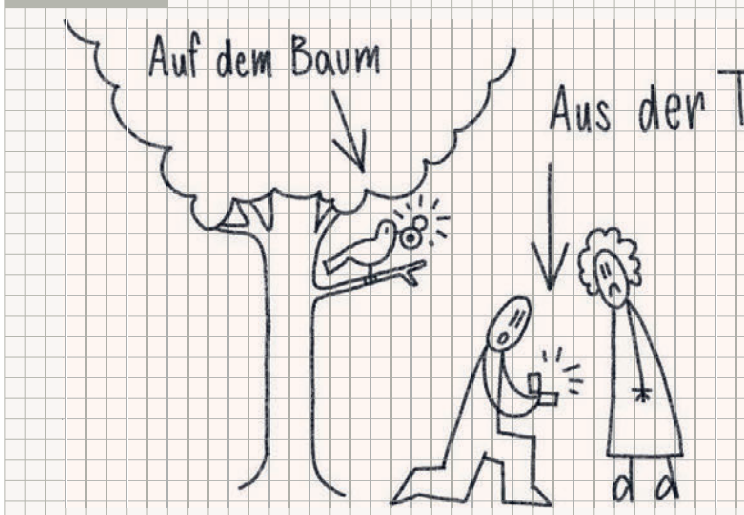
Nicht jede Bank handhabt diese Regel gleich streng, es gibt aber auch Anbieter, die bei älteren Kunden sehr zurückhaltend sind mit der Vergabe oder Aufstockung von Hypotheken. Spätestens im Alter von 50 Jahren sollte man mit dem Hypothekengeber das Gespräch suchen, um den künftigen finanziellen Spielraum auszuloten. Sollte das Ergebnis unbefriedigend ausfallen, hat man in der Regel noch genug Zeit, um zu reagieren.

ALTERSVORSORGE

Dies ist der siebte Teil einer elfteiligen Serie zum Thema «Vorsorge und Vermögensplanung», die jeweils am Montag erscheint. Kommende Woche geht es um das Thema «Erbien und vorsorgen in der Patchwork-Familie».

NZZ nzz.ch/finanzen

Schadenskizze



Was immer kommt – wir helfen Ihnen rasch und unkompliziert. [mobiliar.ch](https://www.mobiliar.ch)

die Mobiliar

VORSORGE UND VERMÖGENSPLANUNG

Das Erbe vor dem Tod weitergeben

Eine gut geplante Vermögensübergabe bringt allen Beteiligten Vorteile und schützt vor unliebsamen Überraschungen

WERNER GRUNDELEHNER

Die Lebenserwartung in der Schweiz ist hoch und steigt weiter. Ein Teil der Personen, die pensioniert werden, muss sich Sorgen darüber machen, ob die angesparten Vorsorgevermögen reichen, um im Ruhestand den gewohnten Lebensstandard halten zu können. Der wohlhabende Teil – 2020 werden in der Schweiz 95 Mrd. Fr. vererbt – beschäftigt sich damit, wie sich das Vermögen optimal auf die nächste Generation übertragen lässt. Vielfach glaubt der Pensionär, ein Testament und das Erbrecht seien ausreichend. Doch oft sind die Erben mit dem Nachlass überfordert. Ideal wäre es, das Vermögen in einem rollenden Prozess – in einer Kombination aus Schenkungen und Übertragung – weiterzugeben. Dabei muss der Erblasser aber im Auge behalten, was er für sich selbst braucht, wenn er den bisherigen Lebensstil beibehalten sowie Notfälle und Unerwartetes abdecken will.

Überlegungen offenlegen

Die Details zum Erbgang sollten bereits zu Lebzeiten besprochen werden, und die Nachkommen sollten mit der Nachlassregelung einverstanden sein. Der Erblasser muss sich vor Augen führen, dass er bei der Testamentseröffnung für klärende Gespräche nicht mehr zur Verfügung steht. Hinter einer strittigen Entscheidung stehende Überlegungen müssen zu Lebzeiten offengelegt werden.

Sollen die Nachkommen mit Anspruch auf einen Pflichtanteil ganz oder zum Teil vom Erbe ausgeschlossen werden, muss das mit den Erben besprochen werden. Oft wird ein Erbverzichtsvertrag aufgesetzt – eventuell im Gegenzug zu einer Abschlagszahlung. Die Anfechtung eines solchen Vertrags wird nach dem Tod des Erblassers vom Gericht kaum zugelassen.

«Eine umfassende Beratung unter Einbezug allfälliger Ansprüche und Bedürfnisse des möglicherweise jüngeren Ehegatten, die Absicherung der eigenen Altersvorsorge, die Ausgleichsansprüche unter Nachkommen, eine allfällige Rechtswahl und steuerliche Folgen – Letzteres namentlich bei lebzeitigen oder letztwilligen Zuwendungen ausserhalb der Ehe und der Nachkom-



Die Erben sind mit dem Nachlass oft überfordert – ideal wäre eine Übergabe in einem rollenden Prozess.

ILLUSTRATION CHRISTINE RÖSCH

men» – sind aus der Sicht von Martin Kuhn, Spezialist für Erbrecht bei Geissmann Rechtsanwälte, die wichtigsten Vorkehrungen für eine frühzeitige Vermögensverteilung durch den Erblasser.

Möglichst früh beginnen

Mit der Planung der Vermögensübergabe soll man gemäss Kuhn möglichst früh beginnen, gegebenenfalls schon vor einer Heirat – insbesondere vor einer Zweitheirat –, um dem Erblasser einen möglichst umfangreichen Spielraum für lebzeitige oder letztwillige Zuwendungen zu sichern. Mit der geplanten Revision des Erbrechts (Reduktion der Pflichtteile) vergrössert sich der gesetzlich vorgesehene Spielraum. Viele Erblasser leben aber nach dem Motto «Nach mir die Sintflut» – oft ist dies mit der Verdrängung des eigenen Todes zu

begründen. «Familienmitglieder, die mit einem grossen Vermögenszufluss konfrontiert werden, sind oftmals völlig überfordert», sagt Karl Schädler vom Cottonfield Family Office in Zürich.

Falls das Familienvermögen aus unternehmerischer Tätigkeit stamme, sei es oft die beste Lösung, wenn man dieses bezüglich Strategie und Governance selbst als «Unternehmen» betrachte. Für jeden Einzelnen, der in der Vermögensverteilung berücksichtigt werde, werde eine Standortbestimmung gemacht: Wo stehe ich, wie sieht mein Risikoprofil aus, wo will ich hin und mit welcher Strategie. Für die Standortbestimmung gehe Cottonfield dabei schrittweise nach dem sogenannten 3-i-Modell vor: Nachfolger informieren, involvieren, in die Verantwortung nehmen.

Heikler wird die Vermögensverteilung, wenn auch Nichterben berücksich-

tigt werden. «Lebzeitige Schenkungen oder letztwillige Zuwendungen an nicht gesetzlich berufene bzw. pflichtteilsgeschützte Personen können ehe- oder erbrechtliche Ansprüche dieser Personen verletzen und unliebsame Auseinandersetzungen zur Folge haben», sagt Kuhn. Problematisch seien namentlich Schenkungen in den letzten fünf Jahren vor dem eigenen Tod und die verfügbare Quote übersteigende Zuwendungen.

Sofern nicht eine einverständliche Lösung mit Zustimmung aller involvierten Parteien getroffen werden kann, kann gemäss Rechtsanwalt Kuhn die Verfügungsfreiheit über die Wahl des Güterstandes beeinflusst und durch Teilungsvorschriften den Bedürfnissen des Dritten Rechnung getragen werden.

Über Todesfallrisikoversicherungen kann gegebenenfalls Dritten eine weder ehe- noch erbrechtlich anfechtbare Zu-

wendung im Todesfall geleistet werden. «Beliebt sind auch periodische Barschenkungen in kleineren Beträgen, die von den Erben kaum mehr eruiert und angefochten werden können», fügt Kuhn an. Ausländische Trusts und Stiftungen mit dem Zweck der Begünstigung eines Dritten sind laut Rechtsanwalts zulässig.

Es gelten jedoch die gleichen Einschränkungen und Risiken einer Anfechtung der entsprechenden Zuwendungen durch pflichtteilsgeschützte Erben. Bei Vermögensweitergaben an Nichterben ist die Steuerlast ein entscheidender Faktor. Diese kann für einen Konkubinatspartner oder einen anderen nicht verwandten Dritten 30% und mehr betragen.

Depot verändert sich

«Natürlich wäre es wünschenswert, wenn der Erblasser früh mit den Erben zusammen die Anlagestrategie festlegen würde», sagt Karl Schädler. Doch oft wolle der Erblasser nicht alle Informationen zur finanziellen Situation preisgeben. Er habe festgestellt, dass die heutige Erbengeneration mehr Wert auf nachhaltiges Anlegen lege. So könne ein Depot zwei Jahre nach dem Vererben schon deutlich anders aussehen. «Und dies geschieht in der Regel ohne Performance-Einbusse», so Schädler.

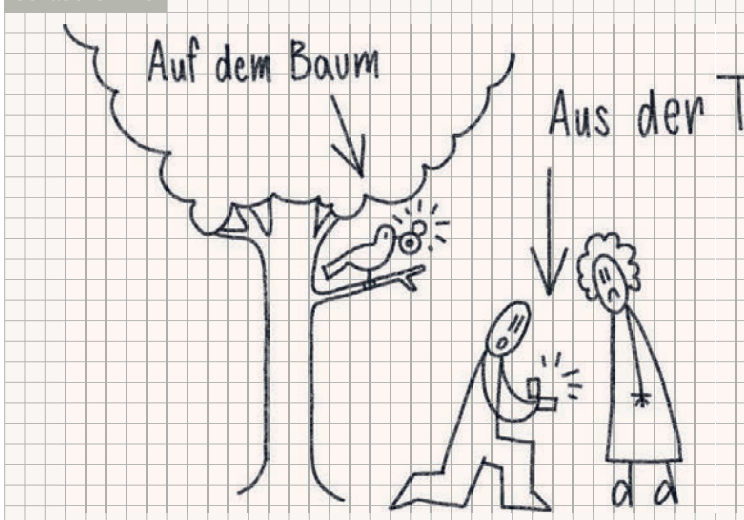
Gemeinhin heisst es, die Gebühren beim Wechsel der Bank seien so prohibitiv hoch, dass ein Wechsel für die Erben fast nicht möglich sei. «Hier muss ich den Banken ein Kränzchen wünden, meist lässt sich mit Verhandlungen eine akzeptable Lösung finden», sagt der Vermögensverwalter. Das heisst im Klartext, dass Institute, auf die Vermögenswerte übertragen werden, in vielen Fällen die beim Auflösen der bestehenden Bankverbindung entstehenden Gebühren übernehmen.

ALTERSVORSORGE

Dies ist die elfte Folge einer Serie zum Thema Vorsorge und Vermögensplanung. Die Serie wird am kommenden Montag abgeschlossen.

NZZ nzz.ch/finanzen

Schadensskizze



Was immer kommt – wir helfen Ihnen rasch und unkompliziert. [mobiliar.ch](https://www.mobiliar.ch)

die Mobiliar

Ehrenpreis Harry Büsser

Handelszeitung: «So gewinnt Börse gegen Lotto»



Vollständiger Artikel in Originalgröße: private.ch

So gewinnt Börse gegen Lotto

Invest Swisslos wirbt mit dem Slogan: «Niemand macht mehr Millionäre!» Doch die wenigsten werden mit Jackpot reich, sondern als Erben, Firmengründer oder Anleger.

HARRY BÜSSER

Am Mittwoch waren im Jackpot des Schweizer Zahlenlottos 17,6 Millionen Franken. Das reizt viele, 5, 10 oder mehr Franken dafür auszugeben. Doch das ist dumm, denn es ist viel wahrscheinlicher, an der Börse Millionär zu werden. Tatsächlich macht die Börse viel mehr Millionäre als Swisslotto. Trotzdem spielen viel mehr Leute Lotto als an der Börse investieren. Es ist also eine schlechte Idee. Warum tun es dann doch so viele?

Den Jackpot im Lotto knacken. Wie viel einfacher das Leben dann wäre! Wie viele Menschen diesen Traum hegen, zeigt der Umsatz der Schweizer Lotterien und Wetten, der beispielsweise 2018 rund 2,87 Milliarden Franken betrug. Umgerechnet auf die Wohnbevölkerung entspricht das einem Spieleinsatz von 337 Franken pro Person. Gewonnen wurden pro Kopf im Durchschnitt 227 Franken. Also ist Lotto für die Spieler insgesamt ein Verlustgeschäft von durchschnittlich 110 Franken pro Kopf und Jahr. Trotzdem werden bei jeder Lottoziehung in der Deutschschweiz zwischen 200'000 und 1,7 Millionen Lottoscheine ausgefüllt.

Weitaus weniger Menschen unternehmen den Versuch, mit Börsenanlagen reich zu werden. Dabei liegt die Wahrscheinlichkeit, mit einem Lottoschein überhaupt etwas zu gewinnen, im tiefen einstelligen Prozentbereich, während sie mit Aktien viel höher ist. Mit einem diversifizierten Korb von Schweizer Aktien liegt die Gewinnwahrscheinlichkeit bei 66 Prozent, es wird also in zwei von drei Jahren ein Gewinn erzielt.

Blendeffekt des Jackpots

Wer zehn Jahre lang Lotto spielt, verliert fast garantiert Geld. Wer dagegen zehn Jahre in eine Vielfalt von Aktien investiert, gewinnt fast sicher. In den vergangenen hundert Jahren gab es nur zwei Zehnjahreszeiträume, in denen mit einem breit diversifizierten Korb von Schweizer

Aktien ein Verlust resultiert hätte. Mit einem Anlagehorizont von 25 Jahren haben Anleger sogar noch nie Geld verloren. Im Vergleich zum Lotto sind die möglichen Sofortgewinne bei Aktien allerdings eher klein. Der Mindesteinsatz im Lotto beträgt 5 Franken. Um mit diesem Betrag an der Börse Millionär zu werden, bräuhete man 159 Jahre mit einer durchschnittlichen Rendite von 8 Prozent. Dagegen ist im Lotto mit jedem Einsatz (theoretisch) ein Millionengewinn möglich.

Achtung: Wahrscheinlichkeitsfalle

Im Lotto ist der potenzielle Gewinn sehr hoch und der mögliche Verlust sehr klein. Das ist die Wahrscheinlichkeitsfalle, in die sich die Spieler locken lassen. Je höher der Jackpot, desto mehr Menschen wollen Lotto spielen. Der bisherige Rekordgewinn im Schweizer Lotto wurde am 23. August 2014 ausgezahlt: 48'598'075 Franken. Damals wurden rund 1,4 Millionen Lottoscheine ausgefüllt, siebenmal so viele wie bei einer durchschnittlichen Ziehung.

Von hohen möglichen Gewinnsummen bei gleichzeitig kleinem Einsatz lassen sich Menschen blenden, auch wenn ein hoher Gewinn extrem unwahrscheinlich ist. Das lässt sich an einem einfachen Beispiel zeigen (siehe Box ganz rechts).

Hoher Jackpot, tiefe Gewinnchancen

Obschon der Erwartungswert im Lotto negativ ist (Verlust resultiert), wirkt der Blendeffekt eines hohen Jackpots. Das Schweizer Lotto hat sogar das System geändert, um bei der Höhe des Jackpots wieder eher mit Euromillions mithalten zu können. Denn wegen des deutlich höheren Jackpots beim europäischen Konkurrenten spielen immer weniger Menschen Schweizer Lotto. Anfang 2013 hat die Schweizer Lottogesellschaft die Wahrscheinlichkeit, den Jackpot zu gewinnen, verkleinert: Neben den sechs Richtigen muss seither auch noch eine von sechs Glückszahlen richtig angekreuzt werden. Durch diesen Systemwechsel wurde der Jackpot höher, weil die Wahrscheinlichkeit, ihn zu knacken, von 1 zu 24 Millionen auf 1 zu 31 Millionen sank. Vom Blitz getroffen zu werden, ist fast 100-mal, bei einem Verkehrsunfall zu sterben sogar einige 1000 Mal wahrscheinlicher.

Alle Kombinationen spielen

Erst ab einem Jackpot von rund 80 Millionen Franken würde es sich lohnen, alle möglichen Lottokombinationen zu spielen. Also 15,5 Millionen Lottoscheine zu kaufen und darauf für 5 Franken zwei Tipps auszufüllen. Natürlich würden neben dem Jackpot auch noch alle kleineren Gewinne anfallen, sodass es sich theoretisch schon bei einem etwas tieferen Jackpot lohnen würde. Allerdings müsste der Lottogewinn auch verstmuert werden, der Jackpot müsste also sogar noch höher sein, damit es sich



Mit Buffett gewinnen – mit Lotto verlieren: So viel bleibt von 337 Fr. pro Jahr übrig
337 Franken entspricht der durchschnittlichen Ausgabe für Lotterien und Wetten pro Person in der Schweiz im Jahr

Investment	Rendite pro Jahr	Nach 40 Jahren
Investieren bei Buffett (Berkshire Hathaway)	18,6%	+1'663'534
Investieren an der Börse (langjähriger Durchschnitt)	8%	+87'302
Sparen, 0% Zins	0%	+13'480
Lotto	—	-4'400

Die obigen Berechnungen basieren auf der Annahme, dass seit Bestehen des Schweizer Zahlenlottos im Jahr 1979 jedes Jahr 337 Franken investiert worden wären. Wer über 40 Jahre Lotto spielt, hat im Schnitt 110 Franken pro Jahr verloren (Einsatz von 337 Franken minus Gewinn von 227 Franken). Das ergibt ein Minus von 4'400 Franken. Da nicht alle Menschen in der Schweiz Lotto spielen, ist der Einsatz des Durchschnittsspielers sogar noch viel höher: Wenn zum Beispiel nur jeder zehnte Einwohner spielt, liegt der jährliche Betrag bei 3'370 Franken pro Jahr. Über 40 Jahre wäre man mit diesem Betrag an der Börse fast Millionär geworden (rund 870'000 Franken), mit Warren Buffett hätte man es zum Multimillionär geschafft (fast 17 Millionen Franken).

MEHR INFOS ONLINE

cash

Das Schweizer Anleger-Portal mit umfassenden Börsendaten und tagesaktuellen Informationen – realtime.
www.cash.ch

stocksDIGITAL

Wöchentlich die besten Anlagetipps und -strategien. Jeden Freitag im kostenlosen Newsletter [stocksDIGITAL](mailto:stocksDIGITAL@www.handelszeitung.ch/service/stocksdigital).
www.handelszeitung.ch/service/stocksdigital

► FAKTEN ZUM THEMA

15,5

Millionen Lottoscheine braucht es, um alle Kombinationen zu spielen und den Jackpot auf sicher zu haben.

31

Millionen Die Wahrscheinlichkeit, den Jackpot im Lotto zu gewinnen, liegt bei 1 zu 31 Millionen.

337

Franken So viel wird in der Schweiz pro Kopf und Jahr für Lotterien und Wetten ausgegeben.

1,7

Millionen Franken hätte heute, wer seit 1979 jährlich 337 Franken in die Aktien von Warren Buffett investiert hätte.



Glücksspiel: Der Jackpot im Lotto macht kaum Millionäre, die Börse dagegen umso mehr.

WAHRSCHEINLICHKEITSFALLE

► Zur Wahl stehen zwei verschiedene Geldspiele: Spiel A mit 5 Franken Einsatz, bei dem 1000 Franken gewonnen werden können, allerdings mit einer Wahrscheinlichkeit von 1 zu 1000. Und Spiel B mit 1000 Franken Einsatz und einem möglichen Gewinn von 10 Franken, wobei die Gewinnwahrscheinlichkeit 999 zu 1000 beträgt, also sehr hoch ist. Fragt man 1000 Menschen, bei welchem Spiel sie mitmachen, wählen die meisten Spiel A. Es gibt ja fast nichts zu verlieren und immerhin winkt ein Gewinn von 1000 Franken. Spiel B wählen sie nicht, weil sie viel, nämlich 1000 Franken verlieren könnten.

► Der Entscheid für Spiel A ist aber irrational. Ein rationaler Mensch müsste sich am Erwartungswert der Spiele orientieren. Dieser liegt beim zweiten Spiel deutlich höher: Obwohl der Einsatz, also die mögliche Verlustsumme, hoch ist, verliert man in dem Spiel kaum je, denn die Wahrscheinlichkeit eines Verlusts liegt nur bei 1 zu 1000. Der Erwartungswert des Spiels beträgt 8,99. Auf lange Sicht kann man bei Spiel B jedes Mal 8.99 Franken Gewinn erwarten. Bei Spiel A dagegen resultiert ein Erwartungswert von minus 3.995; auf lange Sicht muss man also einen Verlust erwarten. Trotzdem entscheiden sich die meisten Menschen für Spiel A und den fast sicheren Verlust.

TIPPS FÜR LOTTOPIELER

► Wer trotz der hohen Verlust- und der geringen Gewinnwahrscheinlichkeit Lotto spielen will, sollte zumindest Zahlen tippen, die möglichst niemand anderes tippt, damit ein allfälliger Gewinn nicht geteilt werden muss. Viele Menschen tippen Geburtsstagenzahlen. Also gilt es, tendenziell alle Zahlen bis und mit der 31 zu vermeiden. Von der 19 ist besonders abzuraten, weil die von vielen Spielern getippt wird, deren Geburtsjahr mit dieser Zahl beginnt. Zudem ist es nicht ratsam, auf dem Lottoschein geometrische Muster anzukreuzen.



25 Millionäre, aber fast alle anderen verlieren Geld

lohnenswert, alle Kombinationen zu spielen. Und selbst dann könnten andere Lottospieler einen Strich durch die Rechnung machen. Denn allenfalls tippt noch jemand die richtigen Zahlen und der Gewinn müsste geteilt werden. So wie am 18. Januar 1992, als zehn Gewinner sechs Richtige tippten – Rekord! Die Gewinnzahlen lauteten damals: 4 6 7 16 19 28.

Für alle Optimisten sei noch erwähnt, dass es auch Unwahrscheinlicheres als Lottogewinne gibt, etwa siebenmal vom Blitz getroffen zu werden. Die Wahrscheinlichkeit liegt bei 1 zu 16 Quadrillionen (eine Zahl mit 24 Nullen). Trotzdem ist das dem Amerikaner Roy Cleveland Sullivan passiert; er wurde ins «Guinness-Buch der Rekorde» aufgenommen.

► **Tip (nicht nur) für Lottogewinner**

Wer tatsächlich gewinnt, sollte einen Finanzberater engagieren. Vielleicht ist er auch für die Vermögensverwaltung zuständig, aber vor allem als Abwehrwand nützlich. Lottogewinner – und Menschen, die auf anderem Weg zu einem Vermögen kommen – werden von allen um Geld bedrängt. Das kann der Anfang vom Ruin sein. Darum brauchen sie einen Finanzberater, der als Airbag dient. Wenn jemand nach Geld fragt, kann man auf diesen verweisen: «Ruf meinen Berater an.» Dem Berater die Schuld geben kann Vermögen, Freundschaften und das eigene seelische Wohlbefinden retten.

VALUES WORTH SHARING

«Unsere Familie investiert langfristig – seit 1136.»

S.D. Prinz Philipp von und zu Liechtenstein, LGT Chairman seit 1990

LGT Private Banking

lgt.ch/values

► **Buchtip** Harry Büsser, Investchef der «Handelszeitung» und Chefredaktor des Magazins «Millionär», hat das Buch «Plötzlich Geld – so legen Sie richtig an» geschrieben. Es ist im Beobachter Verlag erschienen und thematisiert auch den Blendeffekt des Lottos.

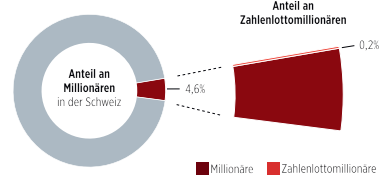


WAS TUN MIT DEM LOTTOGEWINN?

► Längst nicht alle Lottogewinner gehen mit dem unverhofften Geldsegen sorgfältig um. Gemäss einer Studie der Camelot Group verlieren 44 Prozent innerhalb von fünf Jahren das ganze Geld wieder. Über 30 Prozent müssen gar Konkurs anmelden. In Befragungen von Lotteriegewinnern in den USA gaben nur 55 Prozent an, glücklicher zu sein als vor dem Geldsegen. Brad Duke (Bild), der im Jahr 2005 im US-Lotto einen Check über 126 Millionen Dollar gewann, gab einen Einblick in das, was er mit dem Geld machte. Er gehört immer noch zu den Multimillionären, ist also eher ein gutes Beispiel. Zuerst musste Duke den Steuerbehörden 40 Millionen Dollar abliefern, den Rest investierte er gemäss eigenen Angaben wie folgt (in Dollar):



- **Sichere Obligationen, vor allem Staats- und Gemeindeanleihen der USA:** 45 Millionen
- **Aggressive Anlagen in Öl, Gas und Immobilien:** 35 Millionen
- **Gründung einer Familienstiftung:** 1,3 Millionen
- **Hypothek auf dem Haus zurückgezahlt:** 125'000
- **Neue Fahrräder:** 65'000
- **Reise nach Tahiti mit 17 Freunden:** 63'000
- **Kredit zurückgezahlt:** 18'000
- **Gebrauchten VW Jetta gekauft:** 14'500
- **Jährliches Geschenk an jedes Familienmitglied:** 12'000



Der grösste Lottogewinn aller Zeiten

► Die Chancen standen 1 zu 292 Millionen, trotzdem teilten sich Anfang 2016 gleich drei Gewinner 1,6 Milliarden Dollar, den grössten Jackpot der Geschichte. Die drei Gewinner waren in Kalifornien, in Florida und in Tennessee zu Hause. Beim Gewinner aus Tennessee handelte es sich um einen Lagerarbeiter und seine Ehefrau, die bei einem Dermatologen arbeitete. Der Presse sagte der Lagerarbeiter, dass sie beide nicht planten, ihre Jobs zu kündigen oder ein neues Haus zu kaufen. Aber ihre Tochter wünschte sich ein Pferd. Zudem wollte er die Hypothek auf dem Haus abzahlen und auch die Schulden, die sie wegen des Studiums der Tochter hätten.