

# DER GRÜNE AUFSCHWUNG

Auf die Krise folgt die wirtschaftliche Erholung. Unterstützt wird sie durch Investitionen in die grüne Wirtschaft.

**3** Editorial: Zwei grüne Daumen hoch

---

**4** Der grüne Aufschwung

---

**10** Werkstattbericht: Wie funktioniert das Probit-Modell?

---

**12** Der Klimawandel-Stimulus

---

**16** Infografik: Der Konjunkturzyklus

---

**18** Die Person Simon Kuznets: Der Erfinder des Bruttoinlandprodukts

---

**19** Experteninterview mit Professorin Regina Betz über Wachstum und CO<sub>2</sub>-Emissionen: «Der Staat muss den Privatsektor auf die Reise mitnehmen»

---

**21** Was der grüne Aufschwung für Anleger heisst

---

**22** Mein bestes und mein schlechtestes Investment:  
Martin Risch, CEO labormedizinisches zentrum Dr Risch

---

**24** Das Messproblem der grünen Wirtschaft

---

**26** Portfolio: Die Strategie ist nicht fixiert

---

**28** Ausblick: Der Optimismus wächst stetig

---

# ZWEI GRÜNE DAUMEN HOCH

## Liebe Leserin, lieber Leser

Nun sagen Sie, wie haben Sie's mit den Emissionen? Ich will nicht persönlich werden, aber diese Frage stellt sich. Denn das Pariser Klimaabkommen hat das Ziel vorgegeben. Liechtenstein, die Schweiz und die Europäische Union haben sich bereits dazu verpflichtet, die Emissionen bis 2050 auf Netto-Null zu bringen.

Das ist ein gewaltiges Programm, das der Staat zwar anstossen und dem er den Rahmen geben kann. Aber ohne die Anstrengungen von Unternehmen und Privatpersonen wird das Netto-Null-Ziel nicht zu erreichen sein.

Gleichzeitig stehen die Ampeln für die nächste Aufschwungphase auf Grün. Der verheerende Einbruch der Wirtschaft, in einem Ausmass, den es seit der Weltwirtschaftskrise nicht mehr gegeben hat, lässt sich nicht schönreden, die menschliche Tragödie der Covid-19-Pandemie schon gar nicht.

Aber es gibt Anzeichen, dass die Zuversicht zurückkehrt und das Schlimmste hinter uns liegt.

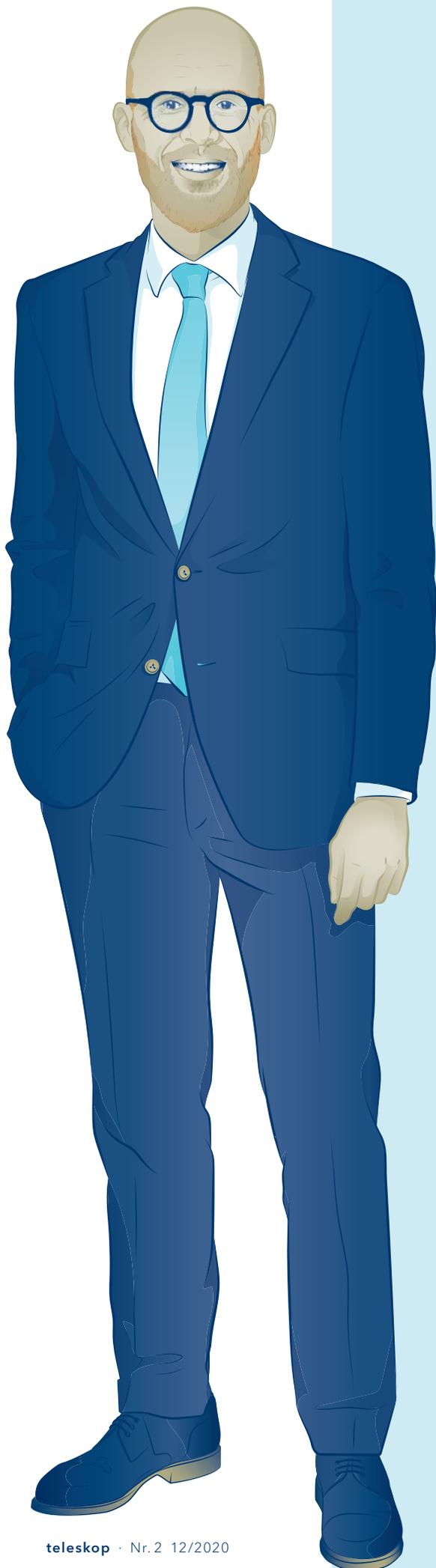
Aus unserer Sicht gibt es derzeit also zwei grüne Daumen hoch. Der Aufschwung bahnt sich an, und die massiven Investitionen in die grüne Wirtschaft werden ihn tragen.

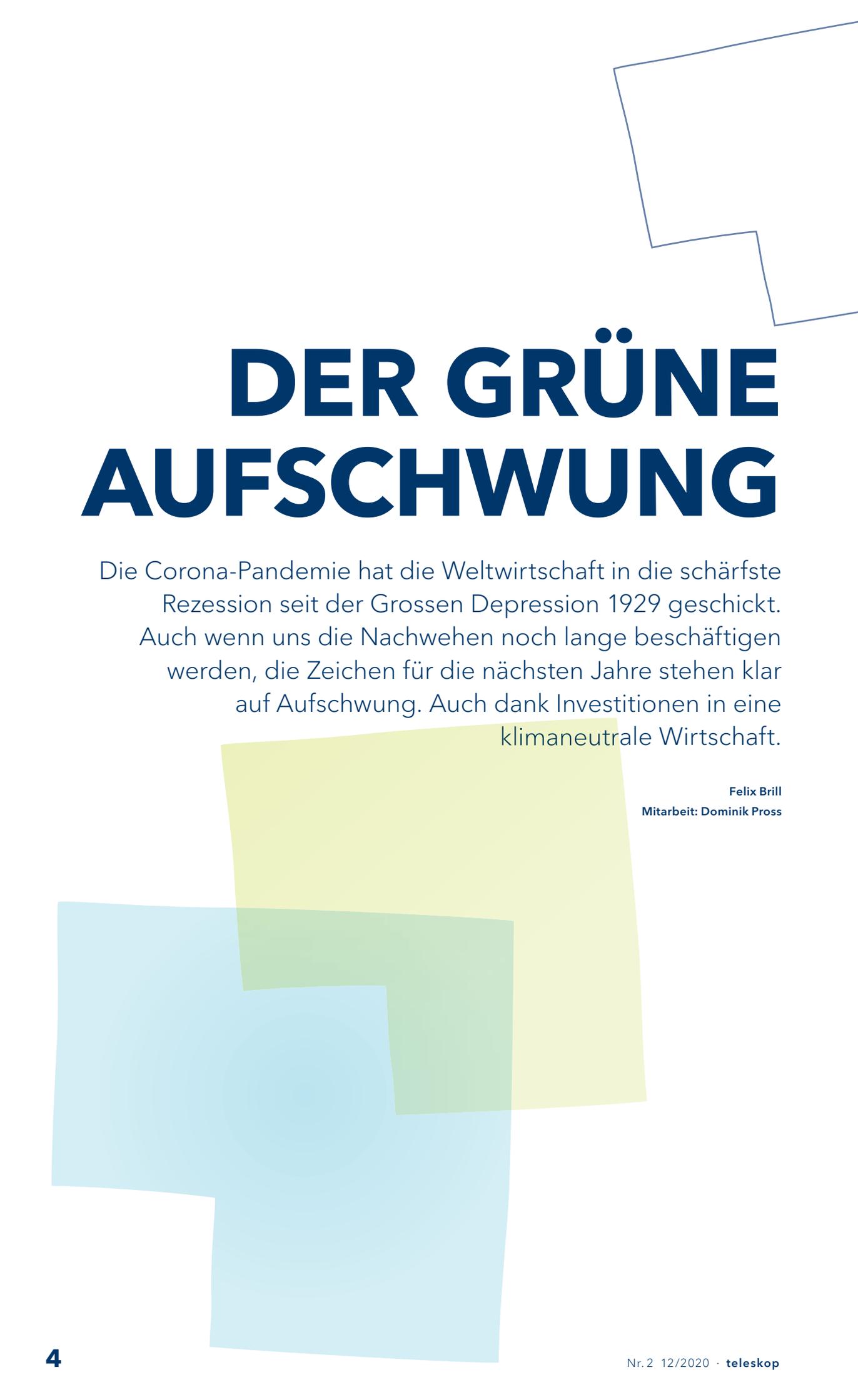
Neben Weitblick bieten wir Ihnen auch Einblick. So verrät uns Martin Risch, CEO vom labormedizinischen zentrum Dr Risch, welches seine besten und schlechtesten Investments waren. Und Sie erfahren, wer die Kenngrösse Bruttoinlandprodukt erfunden hat, die übrigens in Bhutan überhaupt nicht gut ankommt.

Ich wünsche eine anregende Lektüre.



**Dr. Felix Brill**  
Chief Investment Officer





# DER GRÜNE AUFSCHWUNG

Die Corona-Pandemie hat die Weltwirtschaft in die schärfste Rezession seit der Grossen Depression 1929 geschickt. Auch wenn uns die Nachwehen noch lange beschäftigen werden, die Zeichen für die nächsten Jahre stehen klar auf Aufschwung. Auch dank Investitionen in eine klimaneutrale Wirtschaft.

Felix Brill

Mitarbeit: Dominik Pross

Jeder Boom und jede Krise haben ihren eigenen Charakter. Was in den letzten 30 Jahren im Vergleich zur Wirtschaftsgeschichte anders war, ist sowohl die Häufigkeit der schweren Krisen als auch die Dauer des Aufschwungs. Es schien in den 1990er und den 2000er-Jahren so, als hätte die Wirtschaftspolitik alles ziemlich gut im Griff. Die Inflation war gezähmt, die Weltwirtschaft brummte und in Europa wurde die Währungsunion erfolgreich ins Leben gerufen. Selbst grössere Rückschläge wie die Asienkrise 1997 und die geplatzte Internetblase 2001 wurden ziemlich rasch überwunden, der Geldpolitik sei Dank.

Was zu Beginn des Jahrhunderts folgte, war eine der stärksten Phasen der Weltwirtschaft. China glänzte mit zweistelligen Wachstumsraten, die Globalisierung nahm ihren Lauf und der amerikanische Immobilienmarkt boomte. Dann kam die Finanzkrise. Die Weltwirtschaft ging in die Knie, der Welthandel kam zwischenzeitlich zum Erliegen. Die weltweite Wirtschaftsleistung sank um 4 %, es war die schlimmste Krise seit der Depression in den 1930er-Jahren. Auch wiederum dank einer aussergewöhnlich lockeren Geldpolitik und dem Einsatz öffentlicher Mittel kam das Vertrauen zurück, Unternehmen

« Die erste Welle der Corona-Pandemie hat die Weltwirtschaft einstürzen lassen. »

investierten und Konsumenten gaben wieder mehr Geld aus. In den USA sollte es die längste Expansionsphase werden. Erst der Ausbruch von Covid-19 im Jahr 2020 bereitete dem Rekordlauf ein jähes Ende.

Die erste Welle der Corona-Pandemie hat die Weltwirtschaft einstürzen lassen (→ vgl. Abbildung 1). Das reale US-Bruttoinlandprodukt (BIP) brach im zweiten Quartal um über 8 % ein. Seit dem zweiten Weltkrieg wurde in keinem anderen Quartal ein annähernd starker Einbruch ver-

**Abb. 1: Der Corona-Schock im Vergleich zur globalen Finanzkrise**



zeichnet, auch nicht während der Finanzkrise. Ähnlich dramatisch zeigt sich die Pandemie im US-Arbeitsmarkt. Millionen von Menschen verloren im Frühjahr den Job. Die Arbeitslosenrate schoss von knapp unter 4 % auf über 14 %. Ein trauriger Rekord. Nicht viel besser ist das Bild in Europa, wo allerdings Stabilisatoren wirken, Sozialversicherungen wie Kurzarbeitsentschädigungen oder Arbeitslosengelder. Darum ist dort die Arbeitslosenquote «nur» von 7.2 auf 8.3 % gestiegen.

## Stimulus-Tandem

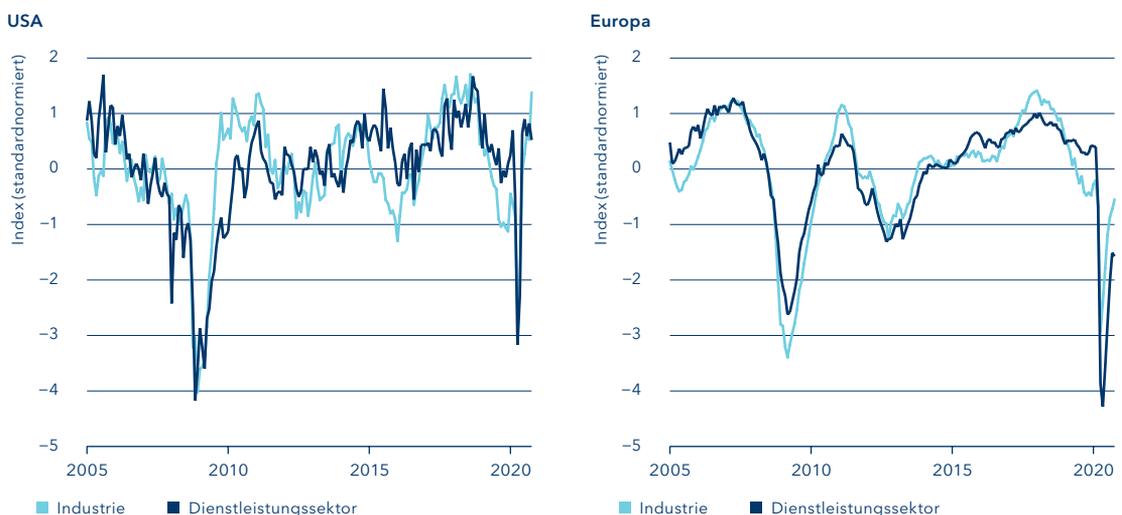
Die Politiker erkannten rasch, dass die reguläre Unterstützung bei weitem nicht ausreichen würde, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Weltweit wurden deshalb Hilfspakete für Unternehmen geschnürt. In der EU wurden die Ausgaben für die Krisenbewältigung mit dem zuvor beschlossenen Green Deal verknüpft. Erneut wirken Geld- und Fiskalpolitik Hand in Hand.

Es sind Massnahmen wie diese, die trotz des Pandemieverlaufs die Zuversicht stärken und

eine rasante Erholung ermöglichen. Die Wirtschaftsaktivität hat im dritten Quartal weltweit kräftig zugelegt. Nun steigt seit dem Herbst die Zahl der Corona-Infektionen wieder an. Die zweite Welle ist in vielen Ländern heftiger als die erste. Jetzt ist die Frage, ob die Wirtschaftsleistung erneut einbricht, und die Arbeitslosenraten wieder in die Höhe schnellen werden. Dieses Risiko besteht. Aber aus unserer Sicht spricht viel dagegen, dass es so kommen wird, nicht nur wegen der Geld- und Fiskalpolitik.

Wir wissen heute mehr über das Virus als noch zu Beginn des Jahres. Entsprechend sind die Eindämmungsmassnahmen so weit wie möglich zielgerichteter als im Frühjahr. Unternehmen haben gelernt, mit den Einschränkungen umzugehen, dank Homeoffice und digitaler Formen der Zusammenarbeit geht es trotz Bewegungseinschränkungen weiter. Und schliesslich gibt es Fortschritte bei der Entwicklung eines Impfstoffes. Zwar wird es selbst im besten Fall bis zur sogenannten Herdenimmunität noch Monate dauern. Aber berechtigte Hoffnungen auf einen Impfstoff beeinflussen die Psychologie

**Abb. 2: Aktuelles Geschäftsklima bei amerikanischen und europäischen Unternehmen**



« Je breiter die  
Zuversicht, desto  
mehr Kraft hat der  
Aufschwung. »

und das Verhalten von Politik, Unternehmen sowie Konsumenten bereits heute.

Dabei zeigen die Konjunkturmfragen, dass sich die Stimmungslage seit dem Frühjahr deutlich aufgehellt hat. In der Industrie sind die Unternehmen in den USA und Europa heute zuversichtlicher als vor einem Jahr oder als im Durchschnitt der letzten 15 Jahre (→ vgl. Abbildung 2). In der Dienstleistungsbranche ist die Konjunktur-Zuversicht zwar verhaltener. Aber auch hier hat sie sich seit Frühjahr aufgehellt.

## Die Rolle der Investitionen

Das ist eine Voraussetzung dafür, dass Unternehmen auf Eis gelegte Investitionsvorhaben wieder angehen oder sogar neue ins Auge fassen. Je breiter die Zuversicht, desto mehr Kraft hat der Aufschwung. Investitionen machen zwar einen deutlich geringeren Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage aus als der Privatkonsum, sie sind aber aufgrund ihrer starken Ausschläge nach unten und nach oben wichtiger für den Konjunkturverlauf als der träge Privatkonsum. In der US-Wirtschaft machten Unternehmens- und Bauinvestitionen 2019 nur 18 % der Nachfrage aus, während der Privatkonsum für 69 % der Nachfrage stand. In Europa ist der Anteil des Privatkonsums typischerweise etwas kleiner, aber ebenfalls die mit

Abstand grösste Nachfragekomponente. Für die 27 EU-Länder betragen die Anteile 2019 für die Investitionstätigkeit bzw. den Privatkonsum im Durchschnitt 23 % bzw. 53 %. In der Schweiz wurden Werte von 25 % bzw. 63 % registriert. Betrachtet man den Einfluss auf Veränderungen im Konjunkturverlauf, so waren Investitionen über die letzten 30 Jahre jedoch genauso wichtig wie der Privatkonsum. Nimmt man nur die Wendepunkte im Konjunkturverlauf, also wenn es in Richtung Rezession ging oder ein Aufschwung nach der Rezession einsetzte, dann spielten die Investitionen sogar die erste Geige.

An diesen Übergängen im Konjunkturverlauf kommt darüber hinaus den Staatsausgaben eine wichtige Funktion zu. Während die Unternehmensinvestitionen prozyklisch sind, also die Richtung für den Konjunkturverlauf vorgeben, sollen Staatsausgaben und -investitionen bewusst antizyklisch und damit in schwierigen



## Boom 1902-1907

### Günstige Kredite für Wertschriften

Durch Trusts, die wenig reguliert waren und keine Sicherheiten für Kredite verlangten, konnten Banken und Anleger günstig Aktien und Rohstoffe auf Kredit kaufen. Schliesslich geriet ein Trust in Schieflage und löste damit eine Panik aus, die zu Bankruns führte. Die Erkenntnisse führten letztlich zur Gründung der Federal Reserve (Fed), der US-Zentralbank.

Aufschwung	1902-1907*
Rezession	1907-1908 (13 Monate)
Rückgang reales BIP	-10 %

\* Zahlen beziehen sich auf die USA.

Phasen stabilisierend wirken. Neben den Sozialversicherungen stehen in der Corona-Krise kurzfristig Konjunkturpakete im Vordergrund. Das war schon während der Finanzkrise wichtig. Doch es gibt einen entscheidenden Unterschied. Mehr noch als 2008/09 geht es den Politikern um emissionsarmes Wachstum. Zum Beispiel wurden die Hilfskredite für die Fluggesellschaften Lufthansa und deren Tochter Austrian Airlines an CO<sub>2</sub>-Reduktionsziele geknüpft. Jeder Staatseuro, und jeder Staatsfranken, der heute investiert wird, muss unter

dem Gesichtspunkt der Klimaneutralität bis 2050 angeschaut werden.

Europa macht mit seinem Green Deal vorwärts, auch in China, dem grössten CO<sub>2</sub>-Verursacher, steht das Thema Klima inzwischen ganz oben auf der Agenda. Und unter dem neuen US-Präsidenten Joe Biden dürften die USA das Pariser Klimaabkommen erneut unterzeichnen. Also werden dort auch Investitionen geplant, die zu einer grüneren Wirtschaft führen. Der Staat hat dabei mehr Hebel zur Verfügung als nur direkte Investitionen (→ vgl. Seite 12). Besonders deutlich ist das beim «EU Action Plan for Sustainable Finance» zu sehen, wo über die Regulierung Anreize für den Finanzsektor gesetzt werden. Nimmt man langfristige Trends wie die Verbrei-



## Die goldenen 1920er-Jahre

Nach dem Ersten Weltkrieg und der Spanischen Grippe setzte in weiten Teilen der Welt ein kräftiger Aufschwung ein. Dank Technologiefortschritten, Massenproduktion und reger Konsumnachfrage nahmen die goldenen 1920er-Jahre ihren Lauf. Zusätzlich angefacht wurde der Boom durch eine grosszügige Kreditvergabe. Im Aktienmarkt waren besonders sogenannte Margin-Loans beliebt. Während der 1920er-Jahre kam es zwar immer wieder zu kurzen wirtschaftlichen Korrekturen. Der Boom endete aber erst mit dem Schwarzen Freitag, dem Aktienmarktcrash, der die als Grosse Depression bezeichnete Weltwirtschaftskrise auslöste.

Aufschwung	1921-1929*
Rezession	1929-1933 (43 Monate)
Rückgang reales BIP	-18.4 %

\* Zahlen beziehen sich auf die USA.



## Nachkriegsboom

Der Wiederaufbau in Europa, technologische Fortschritte und neue Produkte legten den Grundstein für das Wirtschaftswunder der 1950er-Jahre, das letztlich bis zur ersten Ölkrise tragen sollte. Ein besonderes Merkmal dieser Zeit war die tiefe Arbeitslosenquote, auch wegen der kriegsbedingt dezimierten Bevölkerung, was die Löhne mit der Zeit steigen liess. Ein anderer Schlüsselfaktor war der niedrige Ölpreis. Ein Ölembargo, als Folge des Jom-Kippur-Kriegs, zeigte dann schmerzlich die grosse Abhängigkeit der Wirtschaft von den niedrigen Ölpreisen.

Aufschwung	1945-1973*
Rezession	1973-1975 (16 Monate)
Rückgang reales BIP	-2.7 %

\* mit Unterbrüchen, Zahlen beziehen sich auf die USA.

zung der Elektromobilität hinzu, wird klar, dass der nächste Aufschwung nicht nur in der Mache ist, sondern ganz klar grün sein wird.

## Grün, aber ...

Es gibt auch Risiken. Corona hat gezeigt, dass sich externe Schocks nicht vorhersehen lassen. Nicht ausgeschlossen ist etwa eine dritte Welle der Pandemie, wie sie unter anderem auch bei der Spanischen Grippe vor gut 100 Jahren verzeichnet worden war. Wie nach der Finanzkrise gilt zudem das Augenmerk den im öffentlichen Sektor deutlich gestiegenen Schulden. Längerfristig ergibt sich auch aus dem Nichtstun gegen den Klimawandel ein Risiko, das sich allerdings nur schwer in Zahlen fassen lässt.

Hinzu kommt, dass der Aufschwung nicht nur Gewinner hervorbringen wird. Strukturelle Veränderungen werden für Unternehmen, Branchen und Regionen zur Herausforderung. Solche Veränderungen werden besser zu verkraften sein, wenn sich das wirtschaftliche Umfeld erholt. Die Chancen für einen Aufschwung stehen gut, wie das Probit-Modell zeigt (→ vgl. Seite 10). Mit einer Wahrscheinlichkeit von über 99 % (Stand: November), wird es in den nächsten zwei Jahren konjunkturell nach oben gehen. Das bietet aus Anlegersicht interessante Möglichkeiten.



## Die Tiger-Expansion

Asien, insbesondere die Tiger-Staaten Singapur, Südkorea und Taiwan, zogen in den 1990er-Jahren dank florierender Wirtschaft in grossem Stil ausländische Gelder an. Sie holten damit mit grossen Schritten den Rückstand gegenüber den Industrieländern auf. Das Wachstum führte wie so oft zu einer Ausweitung von Krediten und damit zu einer Überschuldung, die in der Finanzmarktkrise 1997 endete. Europa und den USA blieb dennoch eine Rezession erspart.

<b>Aufschwung</b>	1990-1997
<b>Rückgang reales BIP 1998</b>	zw. -7 % (Thailand) und -14 % (Indonesien)



## Immobilienboom in den USA

Die Globalisierung und das kräftige Wachstum in Asien waren prägend für den Aufschwung nach dem Platzen der Internetblase. Die Liberalisierung der Finanzwirtschaft, die in den 1980er-Jahren begonnen hatte, und die amerikanische Notenbank Fed unter ihrem Vorsitzenden Alan Greenspan verleiteten die Banken zunächst dazu, grosszügig Kredite zu vergeben. Später wurden immer mehr Hypotheken in Finanzvehikel gebündelt und als strukturierte Kredite verkauft, wobei viele Banken solche Wertschriften auf ihren eigenen Büchern behielten. All dies endete in der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise.

<b>Aufschwung</b>	2001-2007*
<b>Rezession</b>	2007-2009 (18 Monate)
<b>Rückgang reales BIP</b>	-4 %

\* Zahlen beziehen sich auf die USA.

# WIE FUNKTIONIERT DAS PROBIT-MODELL?

Wahrscheinlichkeitsbasierte Prognosen sind nicht ohne Fehler. Aber wenn man sie richtig einsetzt, helfen sie, sinnvolle Voraussagen zu treffen. Das gilt auch für Wirtschaftsprognosen.

Felix Brill

Einen Tag vor der US-Präsidentschaftswahl spuckte das vielbeachtete Modell des auf Statistik und Datenjournalismus spezialisierten Nachrichtensportals FiveThirtyEight seine letzte Prognose aus: Mit einer Wahrscheinlichkeit von 89 % werde Joe Biden als Gewinner hervorgehen. Vier Jahre zuvor war Hillary Clinton mit 71%iger Wahrscheinlichkeit als Siegerin prognostiziert worden. Biden gewann, Clinton verlor. War das Modell diesmal besser?

## Tausende von Wahlgängen

Diese Frage lässt sich nicht mit einem einfachen Ja oder Nein

beantworten. Das ist die Crux an wahrscheinlichkeitsbasierten Prognosemodellen. Sie sagen nämlich eigentlich: «Wenn die amerikanischen Stimmbürger sehr häufig die Wahl hätten, würde Joe Biden aus 89 % aller Wahlen als Sieger hervorgehen.» Häufig heisst im Fall von FiveThirtyEight 40'000 Mal. Die Wahl findet aber nur einmal statt. Und bei dieser einen Wahl kann die Favoritin am Ende dann eben mit leeren Händen dastehen. Wie Clinton vor vier Jahren.

Das heisst aber nicht, dass solche Modelle keine Berechtigung hätten. Ganz im Gegen-

teil. Sie sind eigentlich sogar besser, weil sie ehrlicher sind als andere Prognosemodelle. Denn während bei einer Prognose wie «Die US-Wirtschaft wird 2021 mit 3.5 % wachsen» die Treffsicherheit gar keine Rolle zu spielen scheint, wird selbst bei den verkürzten Aussagen zu wahrscheinlichkeitsbasierten Prognosen der Unsicherheit Rechnung getragen. Biden war am Vortag der Wahl eben nur der «wahrscheinliche» Sieger, aber nicht der «sichere» Sieger.

In der Ökonomie werden solche Modelle eingesetzt, wenn es darum geht, die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten eines bestimmten Ereignisses abzuschätzen. In diesem Fall spricht man von einem sogenannten Probit-Modell. Ein typisches Beispiel für die Anwendung ist die Frage, ob eine Rezession droht.

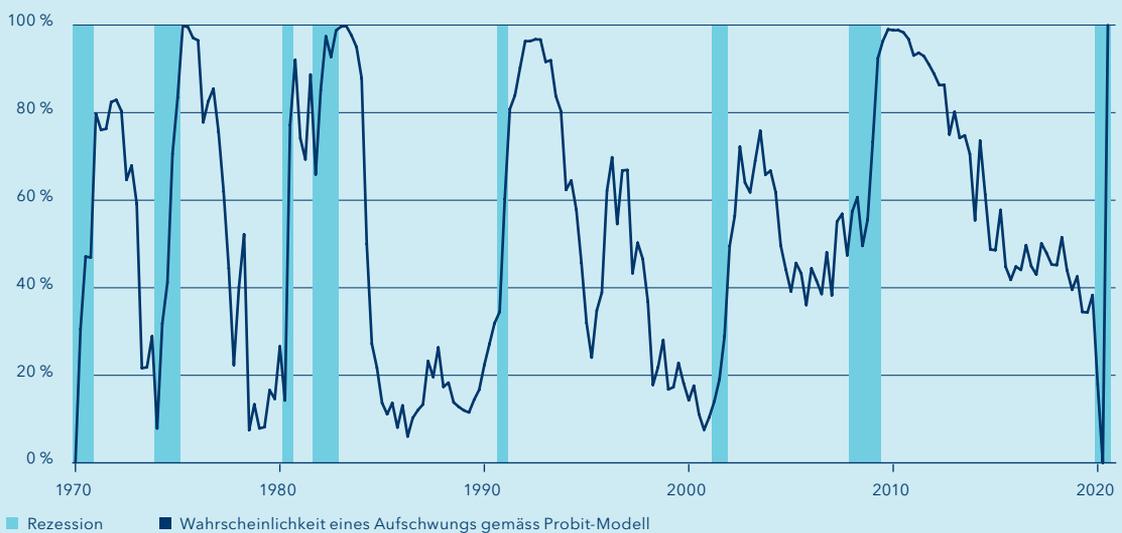
Wir stellen die Frage nach dem coronabedingten Wirtschaftseinbruch nun umgekehrt: «Wie wahrscheinlich ist es, dass wir in den nächsten zwei Jahren einen Wirtschaftsaufschwung erleben werden?» Als bestimmenden Faktor im Probit-Modell verwenden wir dabei die sogenannte Produk-

---

«Wie wahrscheinlich ist es, dass wir in den nächsten zwei Jahren einen Wirtschaftsaufschwung erleben werden?»

---

### Wahrscheinlichkeitsmodell für einen Aufschwung der US-Wirtschaft



tionslücke. Das ist die Differenz zwischen dem, was eine Wirtschaft aktuell an Wertschöpfung generiert, und dem, was ihr Potenzial in normalen Zeiten hergibt.

#### So hoch wie 2009

Die Motivation ist nun so simpel wie erfolgversprechend: Ist die Produktionslücke sehr gross und beginnt sie sich zu verringern, sollten die Chancen auf einen Aufschwung

sehr gut stehen. Je kleiner die Produktionslücke dagegen wird, also je mehr die Wirtschaft beginnt, auf vollen Touren zu laufen, umso fraglicher ist es, ob der Aufschwung noch lange wird anhalten können.

Für die US-Wirtschaft funktioniert dieses Probit-Modell ausgesprochen gut. Am Ende einer Rezession zeigt es fast immer eine Wahrscheinlichkeit für einen Boom von nahezu

100 % an, konsistent, seit 1970. Und je länger der Aufschwung anhält, umso mehr sinkt die Wahrscheinlichkeit. Aktuell (Stand November 2020) zeigt das Modell zum ersten Mal seit 2009 wieder eine Wahrscheinlichkeit von über 99 %. Die Chancen sind also ausgezeichnet, dass die nächsten zwei Jahre konjunkturell gute Jahre werden. Aber auch hier gilt: Eine Garantie dafür gibt es nicht.

# DER KLIMAWANDEL- STIMULUS

Erst die EU, dann China, und vielleicht folgen bald die USA mit dem Ziel, netto klimaneutral zu werden. Das bedeutet enorme Investitionen, von staatlicher und privater Seite. Der Zeitpunkt dafür ist günstig, auch für Investoren.

Bernd Hartmann

Die Europäische Union (EU) geht voran. Sie will klimaneutral werden und in dieser Dekade im Rahmen ihres Green Deal Investitionen in Höhe von 1 Bio. Euro mobilisieren. Damit China, derzeit mit Abstand grösster Emittent von CO<sub>2</sub>, bis 2060 klimaneutral sein kann, wird es ähnliche Summen investieren müssen. Die USA, sofern der neue Präsident Wort hält, werden durch den Wiederbeitritt zum Pariser Klimaabkommen ebenso enorme Mittel investieren müssen.

Genau lässt sich nicht beziffern, wie viel Geld nötig sein wird. Allein für den Umbau der Energieversorgung errechnet die Internationale Energie-Agentur (IEA) zusammen mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) einen globalen Investitionsbedarf von 1 Bio. US-Dollar. Diese Summe, die 0.7 % des globalen Bruttoinlandprodukts (BIP) entspricht, müsste pro Jahr und über drei Jahre hinweg investiert werden.

Es gibt einen gewissen Druck, denn der Klimawandel beginnt sich zu zeigen: Je nach Lebensalter haben wir den Temperaturanstieg miterlebt. Waldbrände und andere extreme Wetterverhältnisse haben zugenommen und führen zu wirtschaftlichen Schäden. Gleichzeitig hat die Covid-19-Pandemie die Wirtschaft in ein Loch gestürzt. Mit grünen Investitionen können antizyklisch handelnde Staaten Impulse geben.

## Anreize richtig setzen

Staaten müssen mit der Finanzierung von Investitionen voranschreiten, doch sie müssen diese Last nicht allein tragen. Denn mit Basisinvestitionen – zum Beispiel in die verbreitete Anwendung von Wasserstoff – und mit Anreizen lassen sich Bürger und Unternehmen animieren und der Effekt lässt sich multiplizieren. Das heisst auch, Fehlanreize und umweltschädliche Subventionen abzuschaffen.

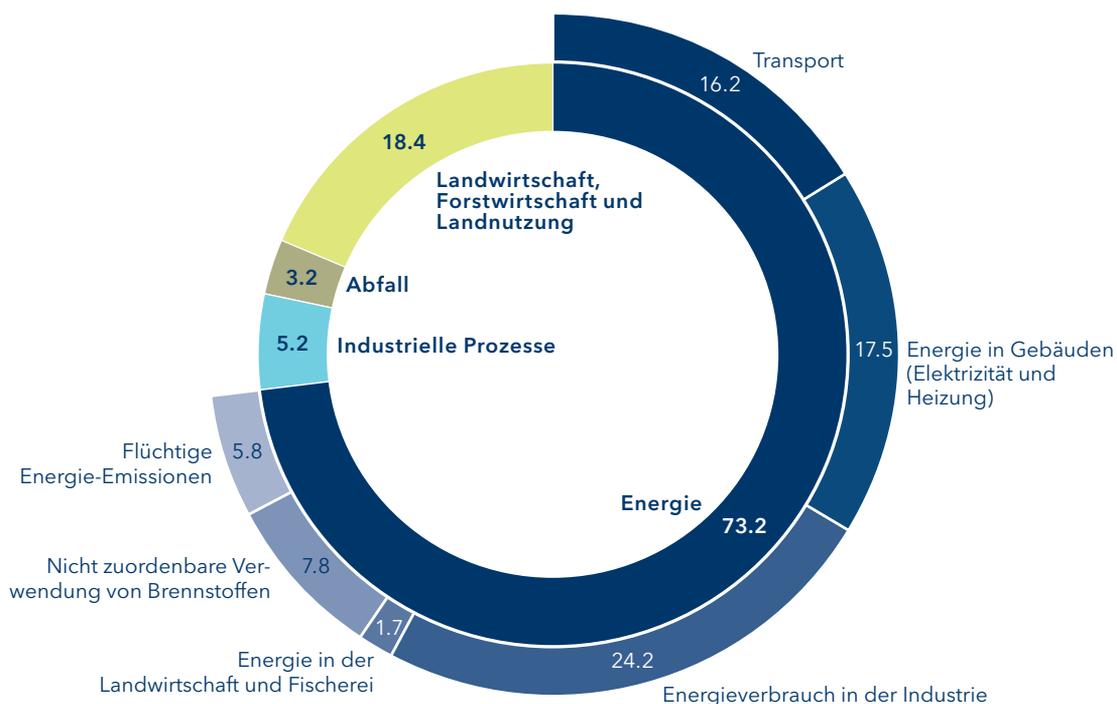
Ein Mittel, das von mehr als 20 Staaten eingesetzt wird, ist die Bepreisung des CO<sub>2</sub>-Ausstosses, wenn auch meist nur für ausgesuchte Branchen. Ziel ist es, durch eine verursachergerechte Zuordnung von Kosten klimaschädliches Verhalten zu ändern, und es gibt gute Beispiele dafür, dass dies wirkt (→ vgl. Interview Seite 19). Mit dem Hinweis auf Wettbewerbsnachteile schrecken aber zahlreiche Länder vor einer Einführung solch einer Abgabe zurück. Schweden, wo seit 1991 eine CO<sub>2</sub>-Steuer gilt, zeigt, dass

---

« Der Klimawandel  
beginnt sich zu zeigen. »

---

Abb. 1: Die grössten Emissionsquellen von CO<sub>2</sub> (in %, Stand 2016)



Wirtschaftswachstum nicht in Widerspruch zum Klimaschutz steht: Zwischen 1990 und 2017 stieg die Wirtschaftsleistung real um 78 %, während die Schadstoffemissionen um 26 % zurückgingen. Damit wuchs Schweden mehr als die EU (61 %), stiess dabei aber weniger Emissionen aus (-23 %). Würden mehr Länder eine Besteuerung von CO<sub>2</sub> vornehmen, könnten auch Branchen erfasst werden, die aktuell ausgenommen sind. Dazu gehören der Flugverkehr und die Schifffahrt, die zusammen ein Fünftel des CO<sub>2</sub>-Ausstosses des Transportsektors (→ vgl. Abb 1) ausmachen, bisher aber kaum Abgaben leisten.

Doch was gut klingt, kommt nicht überall gut an. In Frankreich gingen 2018 zahlreiche Bürger auf die Strasse, weil Präsident Emmanuel Macron eine Steuer auf fossile Energieträger zur Finanzierung der Energiewende ankündigte. Die Gelbwesten-Proteste machten klar: Der Umbau der Wirtschaft hat auch eine Vertei-

lungskomponente. Die Fürsprecher einer CO<sub>2</sub>-Steuer sind zahlreich. So forderten vor einem Jahr 3'500 Ökonomen, 27 Nobelpreisträger und der IWF eine solche Steuer, aber auch eine Klimadividende. Jeder Bürger soll den gleichen Anteil der Steuereinnahmen gutgeschrieben bekommen. Die Schweiz zum Beispiel schüttet ihren Bürgern einen Teil der Einnahmen aus der Lenkungsabgabe auf CO<sub>2</sub> über eine Reduktion der Krankenkassenprämien aus.

### Finanzsystem als Schlüssel

Durch seine legislative Macht setzt der Staat noch weitere Anreize. Einen besonderen Stellenwert nimmt hier die Finanzmarktregulierung ein, vor allem in Europa. Auf dem alten Kontinent sind die Unternehmen immer noch mehrheitlich durch Bankkredite und nicht durch Anleihen finanziert. Würde etwa der vorge-

schriebene Eigenkapitalsatz für Kredite zur Finanzierung ökologisch sinnvoller Massnahmen reduziert, könnten Kreditnehmer von günstigeren Finanzierungskosten profitieren. Auch Notenbanken könnten ähnliche Anreize setzen, wenn sie bei ihren Anleihenkäufen im Rahmen der Geldpolitik die Klimabilanz von Unternehmen oder den Finanzierungszweck berücksichtigen. Für die Bankenregulierung und Geldpolitik gilt es die richtige Balance zu finden: Klimarelevante Risiken führen unweigerlich zu finanziellen Folgen und sollten demnach Beachtung finden, doch dies darf nicht zu Lasten der Finanzmarktstabilität gehen.

Weniger kontrovers ist die Schaffung neuer Märkte mit geeigneten Finanzinstrumenten und liquiden Marktsegmenten. Hierzu zählen grüne oder soziale Anleihen. Während der Markt zur Finanzierung von ökologischen Investitionen bereits seit längerem von Unternehmen und Staaten rege genutzt wird, ist der Markt der sozialen Anleihen erst während der Corona-Pandemie entstanden. Die erste von der EU-Kommission ausgegebene Anleihe zur Finanzierung der nationalen Kurzarbeitsprogramme war 14-fach überzeichnet. Damit dieser Erfolg aber keine Trittbrettfahrer anlockt, braucht es Transparenz und klare Regeln. Für kleinere und mittelgrosse Betriebe sind Anleihen nicht die richtige Antwort, aber Crowd-Funding-Plattformen und spezielle Fonds, die zwischen Geldgebern und Kreditnehmern vermitteln, können diese Aspekte aufnehmen.

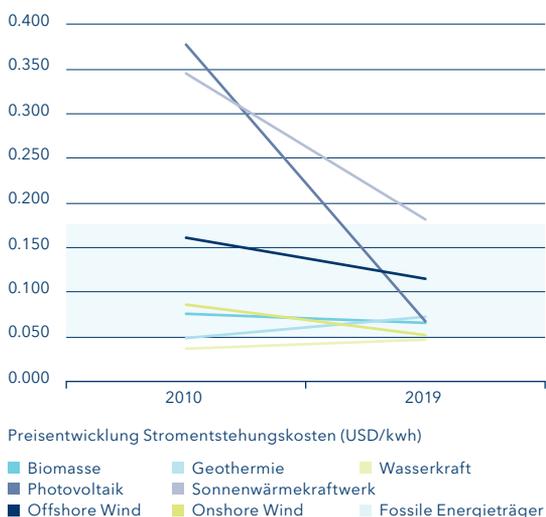
Die Rolle des Staates besteht somit weniger darin, Kapital zu beschaffen. Viel wichtiger ist es, dass die Regierungen die richtigen Anreize setzen. Hierzu gehören auch geeignete Rahmenbedingungen für einen Markt, an dem die Ideen für grüne Lösungen um das Geld der Anleger buhlen. Denn eines ist klar: Der Umbau der auf fossilen Brennstoffen basierenden Wirtschaft auf klimaneutrale und ressourcenschonende Prozesse erfordert eine grundlegende Veränderung des Wirtschaftsmodells. Dementsprechend ist ein enormer Kapitaleinsatz nicht-öffentlicher Gelder notwendig.

## Eine Frage der Rendite

Aber werden Private den Umbau der Wirtschaft finanzieren? Die Null- und Negativzinspolitik der Notenbanken führt vor allem bei Pensionskassen und institutionellen Anlegern zu einem Anlagenotstand. Da es diesen Anlegern nur beschränkt möglich ist, in Anlageklassen mit höheren Ertragsaussichten (und stärkeren Schwankungen) umzuschichten, ist das Interesse an Anlagen mit attraktiven und stabilen Cashflows gross. Ob es gelingt, ausreichend Gelder zu finden, ist somit in erster Linie eine Frage der Rendite. Aufgrund der tiefen Zinsen liegt die Latte hier tief.

Viele der grünen Elektrizitätsträger sind dank technischer Fortschritte und Förderungen heute attraktiv (→vgl. Abb. 2). Alternative Energieformen wie Wind- oder Wasserkraft weisen heute tiefere Stromgestehungskosten auf als fossile Energieträger. Strom aus Biomasse, Geothermie und Photovoltaik ist in vielen Ländern ebenfalls bereits preislich kompetitiv. Werden die Schäden durch Emissionen zukünftig den Energieformen zugeschlagen, besteht ein klarer Kostenvorteil für erneuerbare Energien.

Abb. 2: Konkurrenzfähige alternative Energieträger



Das Beispiel Photovoltaik zeigt, was durch technologischen Fortschritt und Skaleneffekte möglich ist: Seit 2010 sind die Kosten für eine Kilowattstunde Solarstrom um über 80 % gesunken. Damit ist Solarstrom heute bereits günstiger als Atomenergie.

Viele «grüne» Technologien sind somit bereits heute aus rein ökonomischen Erwägungen traditionellen Verfahren vorzuziehen. In anderen Bereichen liegen zwar vielversprechende Ansätze vor, die Marktreife und somit der wirtschaftliche Durchbruch sind aber noch nicht gelungen. Hier sind mehr Investitionen nötig, um Fortschritte zu erzielen. Die Finanzierung erfolgt vor allem durch Wagniskapitalgeber. Doch nur, wenn risikosuchende Anleger das Potenzial des ökologischen Umbaus sehen, werden sie bereit sein, zu investieren.

## Eine Chance für Anleger

Der ökologische Umbau der Wirtschaft, vereinbart im Pariser Klimaabkommen von 2015, hat erst begonnen. Anleger sollten diese Entwicklung nicht ignorieren, denn die Herausforderungen bieten grosse Opportunitäten.

Der europäische Green Deal skizziert, wie umfangreich der Umbau aussieht:

- energie- und ressourcenschonendes Bauen und Renovieren

---

« Solarstrom ist heute  
günstiger als  
Atomenergie. »

---

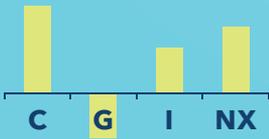
- saubere und kreislaforientierte Wirtschaft
- saubere und erschwingliche Energie
- nachhaltige und intelligente Mobilität sowie
- der Aufbau einer nachhaltigen Lebensmittelversorgung.

Um dies alles zu ermöglichen, braucht es neue Technologien, weshalb auch Gelder in die Forschung und Förderung von Innovationen fließen müssen. Viele der Profiteure, die den Staat oder die Privatwirtschaft bedienen, zählen aber (noch) nicht zu den Börsenschwergewichten. Um dennoch zu partizipieren, sollten Anleger zumindest einen Teil ihrer Aktienquote in Themeninvestments anlegen.

Der Wandel führt aber unweigerlich zu Verlierern. So werden neue, nachhaltigere Technologien arrivierte Verfahren ersetzen. Veränderungen im Kundenverhalten können bestehende Geschäftsfelder bedrohen. Für einzelne Branchen werden sich die Rahmenbedingungen komplett verändern. Gemäss der Carbon-Tracker-Initiative schlummern fossile Brennstoffe im Umfang von 2'795 Gigatonnen CO<sub>2</sub> in den Bilanzen von Unternehmen und Staaten. Basierend auf der im Pariser Abkommen vereinbarten Limitierung der Erderwärmung, können wir es uns aber nur leisten, rund 20 % davon zu verbrennen. 80 % müssten dann unweigerlich abgeschrieben werden. Mit Royal Dutch Shell und BP haben die ersten grossen Energiekonzerne nun Sonderabschreibungen in Höhe von 22 bzw. 17.5 Mrd. US-Dollar angekündigt.

Nicht nur direkte ökonomische Auswirkungen, sondern auch Portfolio-Umschichtungen werden die Aktien- und Anleihenurse in den kommenden Jahren beeinflussen. Anleger geben der Nachhaltigkeit eine grössere Bedeutung im Portfolio, was dazu führt, dass enorme Summen in nachhaltigkeitsorientierte Anlagen fließen. Staatliche Investitionen, Unternehmensinvestitionen und Private ziehen also an einem Strick. Damit steigt die Chance, dass nicht nur die Klimaneutralität erreicht wird, sondern sich auch die Investitionen in den grünen Umbau der Wirtschaft lohnen werden.

# KONJUNKTURZYKLUS



## Hochjunktur

Wenn die Zuversicht zurückkehrt, wird mehr in die Zukunft investiert. Unternehmen benötigen mehr Arbeitskräfte, um die steigende Nachfrage zu befriedigen und sie nutzen die anziehenden Gewinne, um die Kapazität zu erweitern. Privathaushalte tätigen dank hoher Arbeitsplatzsicherheit und steigender Löhne vermehrt grössere Anschaffungen.



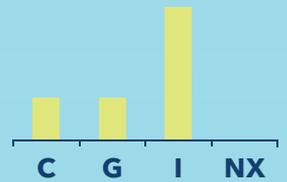
2



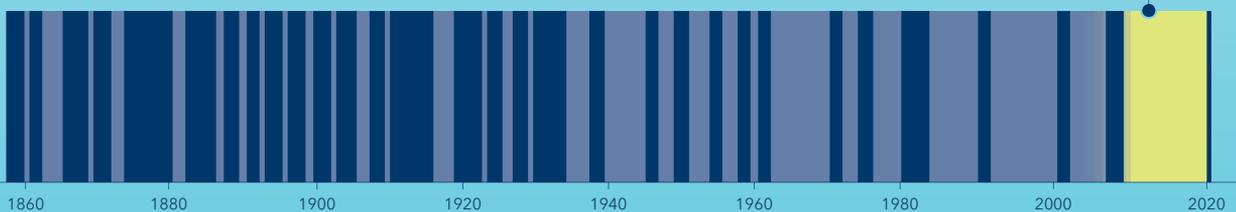
1

## Aufschwung

In der Rezession sind alle vorsichtig, trotz tiefer Zinsen wird wenig investiert. Privathaushalte konzentrieren sich auf den Konsum des täglichen Bedarfs. Einzig der Staat gibt mehr Geld aus, weil er antizyklisch handelt. Mit der Zeit dreht die Stimmung, die Zuversicht steigt. Die Unternehmen beginnen wieder zu investieren. Der Aufschwung beginnt.



## Auf- und Abschwungphasen der US Wirtschaft seit 1850



## Abschwung

Ein Boom führt dazu, dass die Preise anziehen und die Zinsen nach oben gehen. So steigen die Kosten für Unternehmen und die Gewinne gehen zurück. Investitionsprojekte rechnen sich kaum noch. Erste Projekte werden auf Eis gelegt. Geschieht dies in grossen Teil der Wirtschaft, sinken die Wachstumsraten.



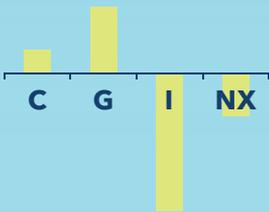
3



4

## Rezession

Bricht die Wirtschaftsdynamik ganz ein, geht das Bruttoinlandprodukt zurück. Zeichen für eine Rezession sind steigende Arbeitslosigkeit und mehr Insolvenzen. Investitionsprojekte werden verschoben oder ganz gestoppt, die Konsumenten passen ihren Lebensstil an und konzentrieren sich auf das Wesentliche.



$$\text{BIP} = \text{C} + \text{G} + \text{I} + \text{NX}$$

Das **Bruttoinlandprodukt (BIP)** gibt die Wertschöpfung eines Landes, seiner Einwohner und Unternehmen wieder. Es wird als Kenngrösse für den Wohlstand einer Nation betrachtet. Das BIP lässt sich verschieden berechnen. Hier dargestellt ist die Verwendungsrechnung, die die Summe aus dem staatlichen Konsum, dem privaten Konsum, den Investitionen sowie dem Aussenbeitrag (Exporte minus Importe) zeigt.

**C = Konsum der Privathaushalte**  
In den Industrieländern ist das die mit Abstand bedeutendste Komponente des BIP. Der Privatkonsum umfasst alle Käufe von Gütern und Dienstleistungen, also alles vom Fitnesssabo über Toilettenpapier bis zum neuen Auto und zur neuen Küche.

**G = Staatsausgaben**  
Sämtliche Ausgaben, auf allen Stufen der staatlichen Behörden also Bund, Kantone/ Bundesländer und Gemeinden, werden in dieser Komponente zusammengefasst.

**I = Investitionen**  
Die Investitionskomponente macht zwar in den meisten Industrieländern viel weniger Nachfrage aus als der Privatkonsum. Aber es ist jene Komponente, die am meisten schwankt, und ist deshalb für das Wachstum der Wirtschaft das Zünglein an der Waage.

**NX = Nettoexporte**  
Jedes Land produziert Güter und Dienstleistungen, die im Ausland abgesetzt werden, umgekehrt kaufen Unternehmen und Konsumenten im Ausland ein. Für die BIP-Betrachtung wird vom Export der Import abgezogen. Deutschland und die Schweiz sind typische Exportländer, die USA hingegen importieren mehr als sie exportieren.

Der längste Aufschwung dauerte

**128** Monate

Seit dem zweiten Weltkrieg dauerte der durchschnittliche Aufschwung

**64** Monate, eine Rezession **11** Monate

# SIMON KUZNETS: DER ERFINDER DES BRUTTOINLANDPRODUKTS

Clifford Padevit

Es ist die bekannteste Grösse, die von Ökonomen je erfunden wurde: das Bruttoinlandprodukt (BIP) oder National-einkommen. Simon Kuznets heisst derjenige, der als erster die Wertschöpfung von Staat, Privathaushalten und Unternehmen in dieser Form zu einer einzigen Zahl hochrechnete. Das war 1934 und brachte Kuznets 1971 den Wirtschaftsnobelpreis ein.

Kuznets wird 1901 im damaligen Zaren-Russland in Pinsk, heute Belarus, geboren. In der

ukrainischen Stadt Charkiw geht er zur Schule. 1922 wandert die Familie in die USA aus, und innert vier Jahren erhält er den Masterabschluss und den Dokortitel der Columbia University in New York.

Entscheidend für seine Karriere ist dort das Zusammentreffen mit Wesley Mitchell, dem ersten Research-Direktor des National Bureau of Economic Research (NBER), ein noch heute angesehenes privates unabhängiges Institut, das seit der Gründung 1920 der Suche nach Fakten zur amerikanischen Volkswirtschaft verpflichtet ist.

Das ist der perfekte Ort für Kuznets, der ab 1927 für das NBER arbeitet und diesem bis in die 1950er-Jahre treu bleiben wird. Diese Stelle ist auch aus privater Sicht bedeutsam, trifft er dort doch seine Frau Edith, mit der er zwei Kinder bekommen wird.

«Jahrein, jahraus ...», so beginnt der 1934 erschienene Bericht «National Income 1929-32», «... leisten die Leute dieses Landes (...) viel Arbeit, um sich ihre Bedürfnisse befriedigen zu können.» In diesem Dokument zuhanden des US-Senats erarbeitet Kuznets das Konzept des Nationaleinkommens und berechnet alle Komponenten.

Auslöser ist die Weltwirtschaftskrise, die 1929 beginnt. Den politisch Verantwortlichen wird schmerzlich bewusst, dass sie kein verlässliches Mass über die Wirtschaftsaktivität besitzen. Kuznets liefert eine einzige Kennzahl, die den Wohlstand der Nation messen soll. 81 Mrd. US-Dollar beträgt die Schätzung für 1929 (das wären heute rund 1'233 Mrd. US-Dollar), und gemäss seinen Berechnungen liegt das Nationaleinkommen 1932 ganze 40 % tiefer.

Vielleicht ahnte Kuznets, dass seine Kennzahl falsch interpretiert werden wird. Denn erstens schreibt er, dass sein «National Income» ein Mischmasch aus Annahmen sei und keineswegs eine präzise Zahl. Und zweitens macht er klar, dass das Wohl einer Nation kaum aufgrund einer Zahl gemessen werden könne.

Der Erfinder des Bruttoinlandprodukts hat also die grösste Kritik bereits vorweggenommen. Später erarbeitete er auch noch ein Modell, das seinen Namen trägt: die Kuznets-Kurve, die Umweltverschmutzung und Wohlstand gemessen am BIP in einen Zusammenhang stellt. Mit beiden Werken war er seiner Zeit voraus. Simon Kuznets wurde 84 Jahre alt.



# «DER STAAT MUSS DEN PRIVATSEKTOR AUF DIE REISE MITNEHMEN»

Die richtige Bepreisung von CO<sub>2</sub> ist für die Erreichung der Klimaziele wichtig, sagt die Umweltökonomin Regina Betz. Die Erfahrungen zeigen, dass sich so Emissionen und Wachstum voneinander entkoppeln lassen.

Interview: Clifford Padevit

**Frau Betz, die EU und China haben für 2050 respektive 2060 das Ziel formuliert, netto keine CO<sub>2</sub>-Emissionen mehr verursachen zu wollen. Ist das der Beginn einer neuen Ära im Kampf gegen den Klimawandel?**

Ja, aber die Bewegung hat 2015 mit der Verankerung im Pariser Klimaabkommen begonnen, wo festgehalten ist, dass Unterzeichnerstaaten in der zweiten Hälfte des Jahrhunderts ein Gleichgewicht von Treibhausgasemissionen und CO<sub>2</sub>-Senken wie etwa Wälder erreichen wollen. Das war der Beginn des Paradigmenwechsels.

**Bislang hiess das politische Ziel Reduktion, jetzt heisst es Netto-Null. Wie kann man das überhaupt erreichen?**

Wer an Netto-Null denkt, kann nicht nur die technischen Produktionsprozesse ein bisschen effizienter gestalten. Man muss überlegen, wie man auf Elektrizität umstellt und diese dann aus regenerativer Energie erzeugt, wie etwa beim

Elektroauto. Schwieriger wird es, wenn in der Industrie nicht Elektrizität benötigt wird, sondern Wärme mit sehr hohen Temperaturen.

**Was haben wir auf dem Weg zum Klimaziel schon erreicht?**

Zum Beispiel sind die Photovoltaik und die Windkraft kompetitiv, je nach Land und Standorten. Die Kosten sind stark gesunken. Auch haben wir dank Skaleneffekten im Bereich der regenerativen Energien erreicht und sie wettbewerbsfähig gemacht. Das gibt uns erst die Möglichkeit, andere emissionsintensive Prozesse CO<sub>2</sub>-arm zu elektrifizieren. Auch Elektroautos sind nur sinnvoll, wenn der Strommarkt wenig oder keine CO<sub>2</sub>-Emissionen verursacht.

**Es gibt Fortschritte in der Industrie. In der Europäischen Union soll auch die Finanzbranche ihren Teil beitragen. Welche Rolle spielt sie?**

Sie hat mehrere Rollen. Einmal ist die Frage, ob sie die Klimarisiken richtig bewertet, wenn ein Investitionsportfolio

erstellt wird. Bei Öl- oder Kohlefirmen gibt es das Risiko, dass bei einem hohen CO<sub>2</sub>-Preis die fossilen Energien im Boden bleiben müssten und die Investitionen riskanter sind als sie scheinen, weil sogenannte Transitionsrisiken durch strengere Klimapolitiken nicht richtig bewertet sind. Diese Risikobewertung muss die Finanzbranche leisten. Wenn das geschieht, würden Gelder auch aus den fossilen Industrien mehr in Richtung der grünen fließen. Es gibt zudem physische Risiken, die aus dem Klimawandel resultieren, also durch extreme Wetterereignisse. Wenn Banken Geld leihen, müssen sie sich überlegen, wo die Produktionsstätten eines Unternehmens sind und ob sie dort besonders von extremen Wettereinflüssen bedroht sind, wie zum Beispiel die Ernte von Schokoladeproduzenten oder Kaffeeherstellern.

**Sie haben den CO<sub>2</sub>-Preis angesprochen. Noch steigt der CO<sub>2</sub>-Ausstoss, wenn die**

### **Wirtschaft wächst. Wie hoch muss der CO<sub>2</sub>-Preis sein, damit eine Entkopplung von Emissionen und Wachstum erreicht wird?**

Ein gutes Beispiel ist Grossbritannien. Dort wurde Strom aus Kohle und Gas produziert. Dann wurde der CO<sub>2</sub>-Preis höher festgelegt als der EU-weite Preis aus dem Emissionshandel. So wurde 2013 für den Elektrizitätssektor ein Mindestpreis eingeführt, und wenn der Preis aus dem Emissionshandel tiefer liegt, müssen die Stromproduzenten dem Staat die Differenz bezahlen. Schaut man das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und die CO<sub>2</sub>-Emissionen an, sieht man diese Entkopplung. Der CO<sub>2</sub>-Preis hat Kohle vom Strommarkt verdrängt und das emissionsärmere Gas hat an Bedeutung gewonnen.

### **Braucht es zwingend eine CO<sub>2</sub>-Steuer, um die Klimaneutralität zu erreichen?**

Es ist ein gutes Instrument, aber es sollte nicht das einzige sein. Ein CO<sub>2</sub>-Preis ist gut, weil er weitergegeben wird. Diejenigen, die CO<sub>2</sub>-intensive Produkte wie Dämmmaterial nutzen, spüren den höheren Preis. Das führt dazu, dass weniger verbraucht wird. Als Konsument kann ich das Verhalten ändern und mit anderen Materialien bauen, Unternehmen müssen sich überlegen, ob sie den Prozess ändern und das Dämmmaterial mit weniger CO<sub>2</sub>-Emissionen produzieren können, indem sie einen Teil recyklieren und wiederverwenden. Forscher des Nationalen Forschungsprogramms (NFP) 73 der Schweiz haben herausgefunden, dass es bis 30 % CO<sub>2</sub>-Einsparungen ergäbe, wenn die Recyclingrate auf 62 statt der üblichen 10 % erhöht werde.

### **Also ist eine CO<sub>2</sub>-Steuer ein gutes Anreizmittel, um die**

### **Nachfrage nach anderen Energien zu steigern?**

Ja, es kann aber nicht das einzige Instrument sein. Meine Forschung im Bereich Emissionshandel zeigt, dass viele kleine Unternehmen einfach den Preis bezahlen, ohne zu wissen, was ihre Vermeidungskosten für Treibhausgasemissionen sind. Meistens braucht es Transparenz und einen Mix aus Zuckerbrot und Peitsche, also Subventionen, die etwas Positives wie regenerative Energien fördern, und die Peitsche, die das Negative teurer macht. Die Mischung ist wichtig, denn es gibt auch praktische Probleme wie zum Beispiel in Mehrfamilienhäusern, wo der Besitzer nicht derjenige ist, der von niedrigeren Heizkosten profitiert, wenn in eine Wärmepumpe investiert wird. Da nützt der Preis nichts, da braucht es einen anderen Ansatz.

### **Der Staat kann den Rahmen in Bezug auf Nachhaltigkeit vorgeben und direkt investieren. Aber wie bringt man den Privatsektor dazu, ebenfalls**

### **viel Geld zu investieren?**

Das ist entscheidend. Der Staat muss den Privatsektor auf die Reise mitnehmen. Es ist fast wie bei Covid-19: Wenn man gut kommuniziert und erklärt, warum bestimmte Dinge notwendig sind, wird Akzeptanz geschaffen. Wichtig ist, dass es alle ungefähr gleich trifft, denn Ungerechtigkeit erzeugt Frustration und eine Gegenbewegung. Deshalb muss bei der Klimapolitik auch die Verteilungswirkung beachtet werden. Zum Beispiel profitieren in Deutschland Hausbesitzer von der Einspeisevergütung für Photovoltaik, also meist reichere Personen mit Eigenheimen. Aber die Vergütung bezahlen alle über höhere Netztarife, Personen mit niedrigeren Einkommen werden sogar überdurchschnittlich belastet. Das kann eine Gegenbewegung auslösen, da es als unfair angesehen wird. Bei der Einführung von Massnahmen ist es immer wichtiger, dass man die Fairness und die Verteilungswirkung mitberücksichtigt.

#### ZUR PERSON

**Regina Betz** ist Professorin für Energie- und Umweltökonomik und leitet das Center for Energy and the Environment (CEE) an der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften (ZHAW) in Winterthur. Die 49-jährige ist spezialisiert auf das Design und die Evaluierung von politischen Instrumenten und Märkten im Bereich Energie (zum Beispiel Strommarkt) und Klimaschutz (etwa Emissionshandel) und vermittelt ihr Wissen im Bachelor, Master als auch im Zertifikatslehrgang Klimastrategien. Sie ist Co-Präsidentin des Nationalen Forschungsprogramms (NFP) 73 der Schweiz über nachhaltiges Wirtschaften. Sie ist zudem Präsidentin der Schweizerischen Fachvereinigung für Energiewirtschaft (SAEE).



**Anmerkung:** Die Ansichten und Meinungen, die im Experteninterview geäußert werden, können von der Meinung der VP Bank abweichen.

# WAS DER GRÜNE AUFSCHWUNG FÜR ANLEGER HEISST

Bernd Hartmann

01

## Auf Profiteure des Wandels setzen

Der grüne Umbau der Wirtschaft eröffnet für innovative und flexible Unternehmen Chancen. Die grössten Profiteure sind jedoch nicht immer die grossen, bekannten Unternehmen, welche die Aktienindizes dominieren.

Anleger sollten sich überlegen, welche Trends der Wandel auslöst und über Sektor- und Landesgrenzen hinweg in diejenigen Unternehmen investieren, die besonders exponiert sind.

03

## Das Portfolio nachhaltig ausrichten

Neben Renditepotenzial, Risikoüberlegungen und Liquiditätskriterien sollten Anleger auch Nachhaltigkeitskriterien in ihren Anlageentscheiden mitberücksichtigen.

Eine umfassende Nachhaltigkeitsbeurteilung identifiziert Anlagechancen, gilt als Massstab für Qualität und als Risikoindikator. Anleger sollten dabei nicht nur auf Einzelprodukte achten, sondern das Gesamtportfolio im Blick haben.

02

## Vermeintlich günstigen Bewertungen widerstehen

Durch Portfolio-Umschichtungen in nachhaltige Anlagen werden die Bewertungen der abgestossenen Unternehmen aus rein finanzieller Optik relativ gesehen attraktiver, wie am Beispiel der Ölförderer beobachtet werden kann. Investoren sollten dieser Versuchung jedoch widerstehen.

Die Umschichtungen von traditionellen in nachhaltige Anlagen stehen erst am Anfang, der Verkaufsdruck wird aus unserer Sicht anhalten. Und künftige Erträge solcher Unternehmen könnten letztlich durch Sonderabschreibungen, Strafzahlungen oder Gesetzesänderungen tiefer liegen.

04

## Strategisch auf den Konjunkturaufschwung setzen

Während einer Rezession ist die Verunsicherung gross und Investoren möchten keine Risiken eingehen (→ vgl. Seite 26). Zwar haben sich die Risikoprämien nicht wie sonst üblich ausgeweitet, doch wenn die Wirtschaft wieder an Fahrt gewinnt und die Zuversicht zurückkehrt, sollten die Kurse steigen. Auch geht die Volatilität typischerweise zurück.

Es lohnt sich also, bereits zu Beginn des Aufschwungs auf Anlagen zu setzen, die konjunktursensitiv sind. Das müssen nicht immer nur Aktien sein. Auch Schwellenländeranleihen können interessant sein.

# MARTIN RISCH

Seit Beginn der Pandemie ist der CEO des labormedizinischen zentrums Dr Risch besonders gefordert.

Clifford Padevit



« Das Investment in die eigene Firma stellt für mich die beste Wertanlage dar. »

Martin Risch

Für uns alle ist die Corona-Pandemie eine einschneidende Zeit. Aber das ist nichts im Vergleich mit dem, was Martin Risch derzeit erfährt. «Wir verarbeiten täglich bis zu 4'000 Coronaprobe», sagt der 49-jährige CEO des labormedizinischen zentrums Dr Risch, eines Dienstleisters für Labormedizin in Liechtenstein und in der Schweiz. Seit Beginn der Pandemie hat das Unternehmen über 220'000 SARS-CoV-2-Analysen durchgeführt.

«Bis heute konnten wir jeden Auftrag erledigen», ist Risch stolz. Selbstverständlich ist diese Leistung nicht, denn wegen der hohen Nachfrage nach verschiedenen Materia-

lien hat es durchaus schon Engpässe gegeben.

Risch hat keine leichte Aufgabe: «Seit März befinden wir uns in einer rollenden Planung, welche täglich neue Herausforderungen in sämtlichen Bereichen des Unternehmens zutage bringt», sagt der Sohn des Unternehmensgründers Gert Risch. Er führt die Gruppe seit 2011 zusammen mit Bruder Lorenz, der den Verwaltungsrat präsidiert. Der Austausch in der Familie ist ihm wichtig und dieser habe immer Impulse für die Ausrichtung des Unternehmens gebracht. «Für die Entscheidungsfindung und die erfolgreiche Umsetzung ist aber der

gezielte Einbezug von Führungs- und Fachkräften äusserst wichtig.» Dass er im Familienunternehmen Verantwortung übernehmen würde, war ein Wunsch, der im Verlauf des Medizinstudiums gereift ist. Der Mix aus naturwissenschaftlichem Interesse und Unternehmertum seien eine gute Kombination.

50 Jahre existiert das Unternehmen schon, die geplante Jubiläumsfeier musste coronabedingt abgesagt werden. Risch ist voller Hoffnung, das Fest 2021 nachholen zu können. «Sollten wir die Situation weiter so gut meistern wie bis anhin, haben wir umso mehr Grund, gebührend zu feiern.»



## Mein bestes Investment

«Der Verzicht auf Spitzensport.»

### Wie es dazu kam

«Sport hat mich als Kind von Anbeginn fasziniert. Besonders angetan war ich vom Skifahren. Ich spürte einen besonderen Ehrgeiz und fühlte mich wohl. Umso mehr war ich versucht, alles auf die eine Karte zu setzen: eine Karriere im Skisport. Doch der Entscheid fiel anders aus. Ich war nicht bereit, alle meine anderen Aktivitäten und Interessen auf eine einzige Sportart auszurichten, welche erfahrungsgemäss doch mit sehr hohen Risiken verbunden ist.»

### Hat es sich gelohnt?

«Durch diesen Entscheid konnte ich mich voll auf meine berufliche Ausbildung fokussieren. Ich bin sehr dankbar, dass ich nach wie vor meinen vielseitigen Interessen im Sport, in der Musik und im kulturellen Schaffen nachgehen kann. Genau diese Vielseitigkeit gibt mir neben meiner Familie die Kraft, um ausserordentliche Herausforderungen zu meistern, wie wir sie derzeit aufgrund der Corona-Pandemie haben.»



## Mein schlechtestes Investment

«Nachdem ich in meiner Jugend mit Börsengängen von liechtensteinischen Banken sowie einem bedeutenden Industriebetrieb Geld verdient hatte, glaubte ich an weitere Erfolge.»

### Wie es dazu kam

«Mein Einkommen als Jugendlicher war bescheiden und ein Zustupf noch so willkommen. Zwei weitere Geldanlagen folgten - und sie scheiterten kläglich. Sowohl ein Investment auf Anraten eines Finanzfachexperten, mit absoluter Volltreffer-Garantie, wie auch der vielversprechende Einstieg im Nasdaq haben sich in Luft aufgelöst, nachdem ich den Verkaufszeitpunkt wiederum auf Empfehlung anderer verpasst habe.»

### Gibt es auch etwas Gutes daran?

«Ich habe unerwartet rasch die Erfahrung gemacht, dass hohe Gewinnchancen eben auch mit hohen Risiken verbunden sind. Seither fokussiere ich mich auf das, worin ich mich wohlfühle und ich mich auskenne. Das Investment in die eigene Firma stellt für mich die beste Wertanlage dar.»

# DAS MESSPROBLEM DER GRÜNEN WIRTSCHAFT

Bisher fehlt eine eingängige Grösse, um das ressourcenschonende und sozialverträgliche Wirtschaftswachstum zu fassen. Ideen und Daten gäbe es längst.

Clifford Padevit

Der wirtschaftliche Wohlstand einer Nation bemisst sich heute am Bruttoinlandprodukt (BIP). Wenn es wächst, geht es allen besser, wenn es fällt, müssen alle den Gürtel enger schnallen. Natürlich greift das zu kurz. Aber es ist in der politischen Kommunikation einfacher, mit einer Kennzahl zu hantieren. Allerdings hat schon der Erfinder dieser Kennzahl, Simon Kuznets (→ vgl. Seite 18), in seinem Bericht über das National-einkommen der USA in den Jahren 1929-1932 geschrieben: Das Wohlergehen eines Staats könne kaum von dieser einen Zahl abhängen.

Das BIP hat sich festgesetzt. Es ist die Grösse, entweder absolut oder pro Kopf, die die Wertschöpfung in einem Land

in einem gewissen Zeitraum wiedergibt. Je höher das Wachstum, desto besser. Je grösser das BIP pro Kopf, desto reicher ist ein Land. Allerdings zeigt die Wertschöpfung nicht, ob die Einkommen fair verteilt sind. Sie zeigt genauso wenig, ob die Arbeitsbedingungen menschenwürdig sind. Vor allem aber fehlt der Bezug zum Ressourcenverbrauch, der nötig war, die Wertschöpfung zu erzielen. Ob die Energie für die Industrie und für Heizungen aus Braunkohle stammt, ist egal. Ob das verkaufte Auto mit sauberem Strom fährt oder 40 Liter Benzin pro 100 km verbraucht, das spielt in dieser Betrachtung keine Rolle. Zumindest eine Zeit lang lässt sich Wachstum erzielen, ob-

wohl Ressourcen übernutzt werden. Das Problem. Es fehlt ein Preis: Wenn eine natürliche Ressource nichts kostet, wie zum Beispiel frische Luft, dann gehört sie allen zum Nulltarif. Ökonomen sprechen dabei von Externalitäten. Erst wenn zum Beispiel Luftverschmutzung offensichtlich wird, werden Luftverpester einen Preis dafür zahlen müssen, dass sie das Allgemeingut zu sehr in Anspruch nehmen oder gar die Gesundheit zahlreicher Menschen gefährden.

## Zwei Kritiker-Lager

Die Kritik an der Wohlstandsmessung mit dem BIP lässt sich in zwei Lager aufteilen. Das erste argumentiert, nur weil die Wirtschaft wachse, gehe es noch lange nicht allen besser. Ende der 1950er-Jahre kritisierte Moses Abramovitz die Ökonomenzunft, sie würde zu sehr davon ausgehen, dass ökonomisches Wohlergehen automatisch auch soziale Wohlfahrt nach sich zöge. Ein gewisser Jigme Single Wangchuck war von dieser Idee so angetan, dass er als vierter König von Bhutan 1972 den «Bruttonationalglücks-Index» einführte. Es ist ein Ansatz, die nichtökono-

---

«Zumindest eine Zeit lang lässt sich Wachstum erzielen, obwohl Ressourcen übernutzt werden.»

---

mischen Faktoren des persönlichen Wohlergehens stärker zu gewichten. Teil des Zehn-Faktor-Index sind unter anderem das psychische Befinden, die körperliche Gesundheit und die ökologische Diversität.

Die zweite Kritik bezieht sich auf den Ressourcenverbrauch. Dieser Aspekt wird in der Nationalen Buchhaltung vernachlässigt. Weil Wachstum immer Hand in Hand ging mit steigenden CO<sub>2</sub>-Emissionen, muss wegen der Klimaziele der EU oder auch Chinas – beide wollen bis 2050 bzw. 2060 klimaneutral werden – eine Abkopplung des Wirtschaftswachstums von CO<sub>2</sub>-Emissionen erreicht werden.

Dieser Prozess ist in Gang, wie Zahlen der Weltbank zeigen. Der Ausstoss von CO<sub>2</sub> pro Kopf weist seit 1990 ein deutlich geringeres Wachstum auf als das globale BIP pro Kopf. Das ist ein Fortschritt, aber ist nur eine relative Entkopplung. Pro Einheit Wachstum nimmt der CO<sub>2</sub>-Ausstoss immer noch zu. Erst wenige Länder haben bereits ein absolutes «De-coupling» geschafft. Das ist der Fall, wenn die Emissionen absolut betrachtet zurückgehen, während das BIP wächst. Schweden hat dies dank einer CO<sub>2</sub>-Steuer erreicht.

## OECD-Zahlenset

Es gibt jedoch Messrahmen, die breiter sind als nur die Gegenüberstellung von BIP und CO<sub>2</sub>. Die Stichworte dazu heissen «Green Economy» und «Green Growth». Meist werden damit ökologische, soziale und technologische Aspekte bezeichnet, um die Nachhaltigkeit zu messen.

Der international umfassendste Datensatz stammt von der Organisation für wirtschaft-

liche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), die von 37 Mitgliedstaaten getragen ist und einen Austausch von politischen Entscheidungsträgern unter anderem zur Wirtschafts-, Bildungs- und Umweltpolitik erlaubt. Die OECD definiert Green Growth als Förderung der Wirtschaftsentwicklung bei gleichzeitiger Achtung der natürlichen Ressourcen, die für das menschliche Wohlbefinden wichtig sind. Sie verwendet 26 Indikatoren (→ vgl. Box).

Sämtliche Indikatoren lassen sich für die OECD-Länder und einige Schwellenländer abrufen. Doch ein Blick auf die Indikatoren zeigt: Es gibt zahlreiche Lücken in den Datenreihen und zum Teil ist die zeitliche Verzögerung so gross, dass gezieltes und messbares politisches Einwirken nur schwer möglich ist. Es sind einfach zu viele Daten. Tatsächlich hatte sich die OECD überlegt, einen einzigen aggregierten Green-Growth-Indikator zu entwickeln, hat die

Idee aber verworfen. Stattdessen hat sie sechs Top-Indikatoren bestimmt (→ vgl. Box). Die OECD hat zwar ein Messsystem für die Green Economy entwickelt und damit einheitliche Vorgaben für die Datenerhebung geschaffen. Aber letztlich liegt es an den einzelnen Staaten selbst, die Daten zu erfassen und in eine vergleichbare Form zu bringen. Welche Schlüsse daraus gezogen werden und welcher Mix aus politischen Massnahmen ergriffen wird, um grünes Wachstum zu fördern, das ist jedem Staat selbst überlassen.

Die OECD zeigt: Wie grün eine Wirtschaft ist, lässt sich durchaus messen. Aber die Indikatorenvielfalt erschwert den Fokus und fördert die Gefahr, sich in den Diskussionen in den Details zu verlieren. Vielleicht hätte sich die OECD doch zu einem einzigen Indikator durchringen sollen. Der Erfolg der Kennzahl BIP beweist: Eine ungenaue Zahl sagt häufig mehr als 26 genaue Indikatoren.

### INFO

Die **OECD** hat ein umfangreiches Datenset zu Green Growth erarbeitet. Es umfasst 26 Indikatoren, aufgeteilt in fünf Bereiche:

1. Sozialökonomie und Wachstums-Charakteristik
2. Umwelt- und Ressourcenproduktivität der Wirtschaft
3. Natürlich vorhandene Ressourcen
4. Umweltbezogene Dimensionen der Lebensqualität
5. sowie wirtschaftliche Chancen und Antworten der Politik.

Weil die Gesamtzahl von Indikatoren schwer zu fassen ist, nicht nur für die Politik, hat die Organisation sechs sogenannte *Headline-Indicators* definiert. Sie lauten:

1. CO<sub>2</sub>-Produktivität
2. Ressourcenproduktivität (ohne Energie)
3. Multifaktor-Produktivität (umweltadjustierte Produktivität des Ressourceneinsatzes)
4. Index von natürlichen Ressourcen
5. Landverbrauch zulasten Naturzonen
6. Feinstaubbelastung der Bevölkerung

# DIE STRATEGIE IST NICHT FIXIERT

Ob Anleger ihre finanziellen Ziele erreichen, ist abhängig von der richtigen Anlagestrategie. Viel zu oft wird «strategisch» aber mit «statisch» verwechselt. Sie muss daher regelmässig überprüft werden, auch im Hinblick auf den Konjunkturzyklus.

Felix Brill

Die «moderne Portfoliotheorie» ist gar nicht mehr so modern. Aber sie beeinflusst auch 70 Jahre nach ihrer Entwicklung immer noch die Art und Weise, wie man Anlagestrategien definiert und Portfolios konstruiert. Im Zentrum der vom Amerikaner Harry Markowitz formulierten Theorie, für die er 1990 den Wirtschaftsnobelpreis erhielt, steht die Suche nach dem «optimalen» Portfolio.

Optimiert wird nach Risiko und Rendite. Für ein bestimmtes Risiko wird dasjenige Portfolio gesucht, das die höchste Rendite verspricht. Oder es wird für eine bestimmte Zielrendite das Portfolio gewählt, welches das geringste Risiko aufweist. Aufgrund der verschiedenen Präferenzen von Anlegern gibt es viele «optimale» Portfolios. In der Praxis haben sich fünf Musterkategorien etabliert, die nach ihrem Risiko unterschieden werden und auf der sogenannten Effizienzkurve liegen. Das wären an den

beiden Enden des Risikospektrums das reine Anleihenportfolio und das reine Aktienportfolio. Dazwischen liegen die gemischten Strategien «Konservativ», «Ausgewogen» und «Wachstum». In der klassischsten Form setzt sich ein ausgewogenes Portfolio aus 50 % Aktien und 50 % Anleihen zusammen. So überzeugend der Ansatz ist, in der Praxis bringt er eine Reihe von Herausforderungen mit sich. Die grösste ist, dass ein Portfolio nicht für die Vergangenheit optimiert werden muss, sondern für die Zukunft. Prognosen sind jedoch schwierig, und kleinste Veränderungen in den Annahmen können zu komplett anderen Portfoliozusammensetzungen führen.

Deshalb gibt es inzwischen viele Weiterentwicklungen und Adaptionen der modernen Portfoliotheorie, welche für robustere Ergebnisse sorgen. Dazu gehören das Black-Litterman-Modell oder Resampling-Methoden. Im Kern bleibt aber die Tatsache bestehen, dass die Zukunft unsicher ist und die Welt nicht stillsteht. Nicht zuletzt deshalb hat sich etabliert, dass im Anlageprozess zwischen Anlagestrategie und -taktik unterschieden wird. Diese Unterscheidung nimmt auch die VP Bank vor (→ vgl. Textbox). Die Strategie definiert die langfristig ausgerichtete Zusammensetzung des Portfolios. Die Taktik bezeichnet die kurzfristige Abweichung von der Strategie, um entweder Risiken im Portfolio zu reduzieren oder die Renditeaussichten zu verbessern. Eine langfristige Strategie hat typischerweise einen Horizont von mehreren Jahren, bei der Taktik handelt es sich dagegen um wenige Monate.

---

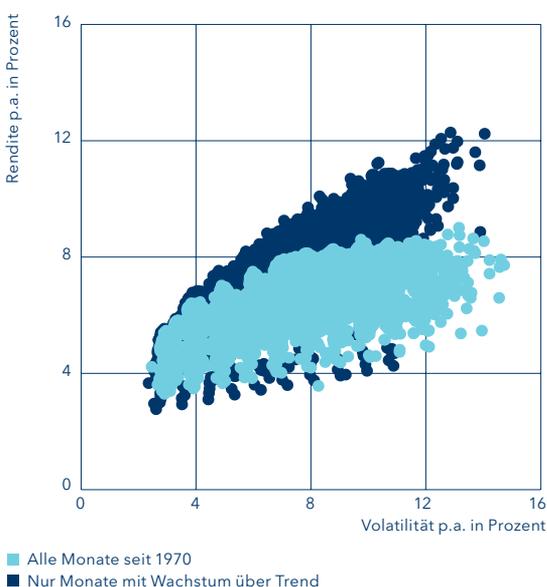
« Im Anlageprozess wird zwischen Strategie und Taktik unterschieden. »

---

Empirische Studien kommen zum Schluss, dass vor allem die Anlagestrategie entscheidend dafür ist, ob man die langfristigen finanziellen Ziele erreicht. Allerdings steht die Zeit nicht still. Das zeigt sich beim Blick auf den Verlauf der Zinsen in den letzten 30 Jahren. Ein Portfolio mit 50 % Anleihen weist heute aufgrund des Tiefzinsumfelds eine viel tiefere Renditeerwartung auf als noch vor 10 oder 20 Jahren. Das Risiko hat dabei jedoch nicht im selben Ausmass abgenommen. Deshalb müssen wir nach Wegen suchen, um die Anlagestrategie möglichst gut für die Zukunft auszurichten. Dabei spielt der Konjunkturverlauf eine wichtige Rolle (→ vgl. Seite 16). Aufschwungsphasen sind typischerweise deutlich länger als Rezessionen. Und wir sprechen hier von Jahren und nicht Monaten. Dass wir derzeit am Anfang eines neuen Aufschwungs stehen und nicht wie vor ein oder zwei Jahren in einem reifen Stadium, können wir ausnützen, und es bietet interessante Möglichkeiten für die Anlagestrategie.

Die Gegenüberstellung von Ertrag und Risiko für 1'000 verschiedene angenommene Portfolios, bestehend aus Aktien, Obligationen und alternativen Anlageklassen wie Rohstoffen oder Immobilien zeigt dies (→ vgl. Grafik). Als Grundlage dienen monatliche Daten seit 1970. Betrachtet man nur die Monate, in denen das

Illustration der Wachstumssensitivität



Wachstum der US-Wirtschaft über Trend lag, das Wirtschaftsumfeld also freundlich war, zeigt sich: Ein Grossteil der Portfolios weist einen höheren Ertrag auf. Zudem ist dieser Effekt bei den riskanteren Profilen ausgeprägter. Nun zeigt unser Probit-Modell (→ vgl. Seite 10) aktuell eine Wahrscheinlichkeit von über 99 %, dass wir in den nächsten zwei Jahren einen Aufschwung erleben werden. Dies spricht dafür, in gemischten Portfolios Aktien eine höhere Quote einzuräumen.

INFO

## Anpassung der Anlagestrategie der VP Bank

Der Anlageprozess der VP Bank unterscheidet Anlagestrategie und Anlage-taktik. Über die Anlagestrategie entscheidet das Investment Strategy Committee (ISC), das zweimal im Jahr tagt. Die Anlagetaktik wird im Investment Tactics Committee (ITC) behandelt. Dieses tagt üblicherweise jeden zweiten Dienstag im Monat oder bei aussergewöhnlichen Marktereignissen auch ad hoc. Die Ergebnisse lesen Sie in unserer monatlichen Publikation «Unsere Sicht». Nach der jüngsten Überprüfung der Strategie hat das ISC entschieden, die Aktienquote vor dem Hintergrund der hohen Aufschwungswahrscheinlichkeit zu erhöhen und die Anleihenquote zu reduzieren, um den niedrigen Zinsen Rechnung zu tragen. Bei Aktien setzt die VP Bank auf Investmentthemen, die langfristige Trends adressieren. Innerhalb der Anleihen wurde auch die Zinssensitivität weiter reduziert. Bestätigt wurde die Beimischung von alternativen Anlageklassen, um für eine optimale Diversifikation zu sorgen. Damit wird das Portfolio robust und ist besser vor unliebsamen Überraschungen geschützt. Zudem werden Nachhaltigkeitskriterien konsequent berücksichtigt. Die neue Anlagestrategie wird per 1. Januar 2021 in der Vermögensverwaltung implementiert.

# DER OPTIMISMUS WÄCHST

Bernd Hartmann

Wir haben uns schon daran gewöhnt. Finanzmärkte entwickeln sich erfreulich, obwohl es in der breiten Wirtschaft harzt. Dennoch ist es erstaunlich, wie sich die Börsen im Jahr 2020 vom grössten Wirtschaftseinbruch seit der Weltwirtschaftskrise nur kurzfristig ausser Tritt bringen liessen. Auf den Rekordeinbruch bei den Aktien folgte eine Rekord-erholung.

Aber die Diskrepanz zwischen Real- und Finanzwirtschaft könnte sich bald auflösen. Nach Einbruch der Wirtschaftsleistung sollte die Wirtschaft im Jahr 2021 wieder auf den Wachstumspfad zurück-

kehren (→ vgl. Seite 4). Unterstützt wird diese Erholung vom raschen und entschlossenen Handeln der Politik als Antwort auf die weltweite Covid-19-Pandemie. Kurzfristige Massnahmen wie Kurzarbeitsgelder konnten den wirtschaftlichen Kollateralschaden reduzieren und sollten, ergänzt um Investitionen der öffentlichen Hand, eine wichtige Anschubhilfe für den Aufschwung darstellen.

## Wirtschaft immer noch anfällig

Die positiven Aussichten können aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass Risiken bestehen. Die Situation in der Wirtschaft bleibt zunächst fragil. Gewisse Spätfolgen von den Eindämmungsmassnahmen, wie ein Anstieg bei den Konkursen, können nicht ausgeschlossen werden. Auch wenn bald mit den Impfungen gegen das Corona-Virus begonnen werden kann, dauert es noch eine Zeit, bis die sogenannte Herdenimmunität erreicht werden wird.

Bis dahin drohen zumindest temporär wiederholte Massnahmen mit dem Ziel, die Ansteckungsketten des Virus zu unterbrechen. Auch wenn die Massnahmen zielgerichteter sind und nicht mehr die ganze Wirtschaft gefährden, so sind doch einzelne Unternehmen existenziell bedroht.

In Anbetracht dessen sind die Regierungen und Notenbanken weiterhin alarmiert und werden eine hohe Bereitschaft signalisieren, ihren expansiven Kurs beizubehalten. Diese anhaltende Bereitschaft, die Wirtschaft zu unterstützen und zu stimulieren, ist für Anleger eine wichtige Botschaft.

Im Gegensatz zur Fiskalpolitik, die erst mit der ersten Welle der Pandemie expansiver wurde, verfolgen die Notenbanken seit Jahren einen wachstumsfördernden Kurs. Mit der Ausweitung der Wertpapierkäufe punkto Volumen und Marktsegmente üben die Notenbanken einen immer stärkeren direkten Einfluss auf die Märkte und die Kurse aus. Die Notenbanken halfen so zwar, die Märkte zu stabilisieren und die Finanzierungsbedingungen zu verbessern. Sie werden aber dennoch nicht vollständig verhindern können, dass die Zahlungsausfälle im Segment der tiefen Kreditqualitäten 2021 ansteigen werden.

## Besser auf schlechte Bonität verzichten

Das ist aus unserer Sicht nicht adäquat in den aktuellen Kursen reflektiert, weswegen wir Anleihen von Schuldern mit schlechter Bonität als uninteressant erachten. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Notenbanken eine gewisse

---

« Die  
Diskrepanz  
zwischen  
Real- und  
Finanzwirtschaft  
könnte sich bald  
auflösen. »

---

Ausweitung der Kreditaufschläge von Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen zulassen werden. Die sonst übliche Einengung der Kreditaufschläge am Beginn eines Konjunkturzyklus ist somit längst vorweggenommen worden.

Bei den Anleihen hingegen sollte die Aufhellung am Konjunkturmorgen zu moderat höheren Renditen führen. Um den Aufschwung nicht zu gefährden, werden die Leitzinsen wohl für längere Zeit nicht angetastet werden, zumal aufgrund der moderaten Teuerung hierfür keine Notwendigkeit besteht.

### **Rückkehr zu Gewinnwachstum**

Zahlreiche Aktienindizes konnten den starken Einbruch im Frühjahr 2020 im Jahresverlauf wieder aufholen. Durch den Einbruch der Unternehmensgewinne verteuerten sich die Aktien aber deutlich und sind im historischen Kontext hoch bewertet. Die tiefen Anleihenrenditen sorgen jedoch gleichzeitig dafür, dass Aktien weiter gefragt sind.

Zudem wird die Rückkehr zu Gewinnwachstum im Gleichschritt mit der wirtschaftlichen Erholung für eine positive Dynamik sorgen. Da die Aktienbörsen 2020 zu einem grossen Teil von Technologie-

---

« Wir empfehlen, mit einer robusten Portfoliozusammensetzung in das Jahr 2021 zu starten. »

---

Aktien getrieben wurden, ist es für das Gewinnpotenzial nun wichtig, dass der Aufschwung mit der Zeit an Breite gewinnt. Die Kombination aus konjunkturellen Impulsen und grossangelegten Investitionsprogrammen in grüne Technologien können Auslöser hierfür sein (→ vgl. Seite 12).

Aktien haben ein höheres Renditepotenzial als Anleihen, in diesem Umfeld noch mehr als sonst. Entsprechend bietet sich eine strategische Erhöhung der Aktienquote auf Kosten der Anleihenquote grundsätzlich an (→ vgl. Seite 26). Im Frühjahr 2020 hat sich aber einmal mehr gezeigt, dass Aktienanlagen kurzfristig viel an Wert einbüßen können. Anleger sollten deshalb zunächst sicherstellen, dass sie mit ihrer Anlagestrategie solche Phasen auch verkraften können. Bei der Bestimmung

des Aktienanteils steht die Frage, wie hoch Verluste sein dürfen, damit sie ausgehalten werden, im Vordergrund.

Innerhalb der Anlagestrategie erachten wir es als empfehlenswert, mit einer robusten Portfoliozusammensetzung in das Jahr 2021 zu starten und bei Anzeichen einer deutlichen Aufhellung eine etwas zyklischere Ausrichtung zu suchen. Anker aber bleiben für uns Qualitätsaktien.

Wir empfehlen zudem eine Mischung zwischen Themeninvestments und systematischen Aktienstrategien mit geringem Risiko. Im anhaltenden Tiefzinsumfeld ist überdies eine breite Diversifikation über alternative Anlageklassen sinnvoll, um das Portfolio widerstandsfähiger zu machen. Dafür bieten sich aus unserer Sicht besonders Gold und Insurance-linked Securities an.

## IMPRESSUM

CIO-Office · VP Bank AG  
Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz  
T +423 235 61 73 · F +423 235 76 21  
cio-office@vpbank.com

### Redaktionsteam

Dr. Felix Brill, Chief Investment Officer  
Bernd Hartmann, Head CIO Office  
Felipe Gomez de Luis, Head Marketing Communications & Branding  
Clifford Padevit, Head Group Investment Communications  
Dominik Pross, Junior Investment Strategist  
Christina Strutz, Publication Manager

### Gestaltung & Illustrationen

Lieu Nguyen, Senior Visual Designer  
Katja Schädler, Visual Designer

### Erscheinungsart

Halbjährlich

### Erscheinungsdatum

4. Dezember 2020

### Redaktionsschluss

17. November 2020

### Quellen für Charts und Statistiken

Seite 5: Eurostat, U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Bureau of Labor Statistics, VP Bank  
Seite 6: Europäische Kommission, Refinitiv, VP Bank  
Seite 11: U.S. Bureau of Economic Analysis, VP Bank  
Seite 13: Ourworldindata.org, Climate Watch, the World Resources Institute, VP Bank  
Seite 14: International Renewable Energy Agency, VP Bank  
Seite 27: Refinitiv, U.S. Bureau of Economic Analysis, VP Bank

### Quelle für Infografik

U.S. National Bureau of Economic Research, VP Bank

### Fotos

Seite 20: zur Verfügung gestellt  
Seite 22: zur Verfügung gestellt

### Druck

BVD Druck+Verlag AG, Schaan



MIX  
Papier aus verantwortungsvollen Quellen  
FSC® C013308

SWISS CLIMATE  
CO<sub>2</sub> NEUTRAL  
GEDRUCKT  
SC2018121202

### Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten. Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigenesellschaften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter [https://www.vpbank.com/de/rechtliche\\_hinweise](https://www.vpbank.com/de/rechtliche_hinweise).

# Investing for **change**

Vorausschauendes Wirtschaften und verantwortungsvolles Handeln sind für uns die Grundlagen des geschäftlichen Erfolgs. Wir bekennen uns zum Prinzip des nachhaltigen Handelns als wichtiges strategisches Standbein. So machen wir für Sie Banking zum Investment für die Zukunft.



