

1. Quartal 2020

# Investment Views



« Die Zentralbanken  
sind wieder  
gefordert. »



Dr. Felix Brill  
Chief Investment Officer

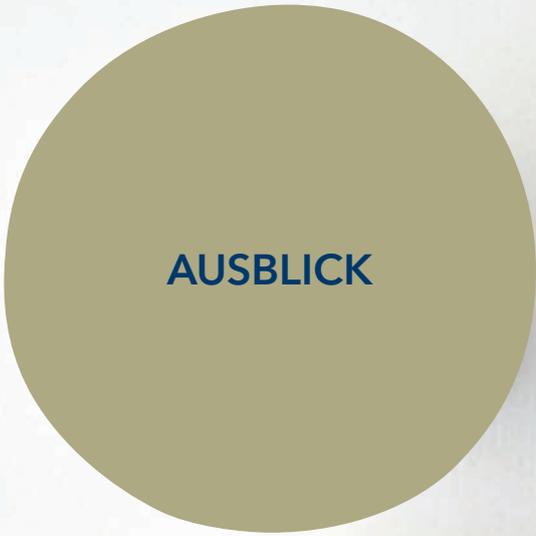
# Liebe Leserin, lieber Leser

Eigentlich ist der Jahreswechsel für die Anlagestrategie nicht relevant. Dennoch adjustieren Anleger oftmals ihre Portfolios zu Beginn des Jahres. Ob es an den guten Vorsätzen liegt oder einfach daran, dass man über die Festtage mehr Zeit hat, um sich mit den Finanzen auseinanderzusetzen, sei mal dahingestellt. Die zentrale Frage ist vielmehr, wie das Portfolio am besten angepasst wird.

Es ist schon seit Längerem so, dass die Zentralbanken das Geschehen an den Finanzmärkten entscheidend beeinflussen. Aber anstatt ihre Bilanzen zurückzufahren, dehnen die US-Notenbank und die Europäische Zentralbank sie gerade wieder aus. Sie erhöhen damit ihren «Marktanteil» in den Anleihenmärkten weiter. Ihre Bedeutung nimmt also erneut zu, und aus Anlegersicht bleiben die Zentralbanken wirklich jene Newslieferanten, die die Wirtschaft, die Erwartungen der Konsumenten und den Finanzmarkt prägen. Das wird im Jahr 2020 umso mehr der Fall sein, als das konjunkturelle Umfeld nach der deutlichen Abkühlung in den letzten Monaten keineswegs sattelfest ist.

Daneben stehen einige andere Themen im Jahr 2020 an, die die Finanzmärkte erheblich beeinflussen könnten. Allen voran werfen die Präsidentschaftswahlen in den Vereinigten Staaten bereits ihren langen Schatten voraus. Man muss wahrlich kein Prophet sein, um davon ausgehen zu können, dass die Kampagne in Donald Trumpscher Manier schrill geführt werden wird. Für die Exportländer dieser Welt gilt daher: warm anziehen.

Anleger sollten sich möglichst gut auf die Unwägbarkeiten vorbereiten. Wir haben dazu drei Szenarien entwickelt und die Implikationen für verschiedene Anlageklassen abgeleitet. Wir hoffen, Ihnen damit eine praktische Orientierungshilfe zu bieten.



# Was uns Anleger 2020 bewegt

DER FINANZMARKT FOLGT NICHT IMMER DER KONJUNKTUR, DAS HAT DAS JAHR 2019 BEWIESEN. WIR ZEIGEN, WELCHE THEMEN 2020 DOMINIEREN WERDEN.

So stark wie im Jahr 2019 klaffte die Lücke zwischen Börsen- und Konjunkturentwicklung nur selten und das macht die Beurteilung der Aussichten nicht einfacher. Als grosse Bürde für die Wirtschaft erwiesen sich die schwachen Ergebnisse des Industriesektors. Was in China und Europa begann, erfasste schliesslich auch die produzierenden Unternehmen der USA und führte weltweit zu einer nachlassenden Konjunkturdynamik. Die Finanzmärkte, welche vor dem Wechsel 2018/19 eine starke Korrektur verzeichneten, zeigten sich das ganze Jahr über äusserst widerstandsfähig. Mit Ausnahme von Geldmarktanlagen generierten alle Anlageklassen Gewinne. Während Konjunkturängste Kursgewinne auf Anleihen bescherten, kletterten viele Aktienmärkte trotz fehlendem Gewinnwachstum auf neue Höchststände. Perioden der Unsicherheit gab es nur wenige, zumeist herrschte Gelassenheit, entgegen aller Hiobsbotschaften und Unsicherheiten von Seiten Konjunktur und Politik.

## Wie passt das zusammen?

Ungeachtet der satten Gewinne ist an den Börsen derzeit kein Überschwang auszumachen. Die Stimmung erscheint angesichts des Umfelds zwar optimistisch, aber nicht euphorisch. Doch wie lässt sich diese lange Phase der Abkopplung zwischen Real- und Finanzwirtschaft erklären?

Im Jahr 2018 diskutierten die Notenbanken den anstehenden Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik. Viele von ihnen haben begonnen, ihre aussergewöhnlichen Massnahmen langsam zurückzunehmen. So stellte die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Anleihenkäufe ein. Einzelne Währungshüter, allen voran die amerikanische Fed, erhöhten sogar den Leitzins. Angesichts der Börsenverluste im vierten Quartal und der gestiegenen Konjunkturrisiken kam Anfang 2019 die Kehrtwende. Auf die verbalen Unterstützungsabsichten folgten Leitzinssenkungen. Auch hier waren die USA federführend, setzten aber durch ihr Handeln andere Notenbanken unter Zugzwang, mit dem Ergebnis einer erneuten globalen Lockerung der Geldpolitik. In der Interpretation

der Anleger stellte das frühe und aktive Einschreiten ein klares Bekenntnis der Währungshüter zur Unterstützung der Finanzmärkte dar, die damit das Risiko einer Rezession vernachlässigten und die Preise sämtlicher Anlagen in die Höhe trieben.

So sehr dies Investoren erfreut, die Bewertungen haben sich dadurch spürbar verteuert. Damit ist die Fallhöhe, sollten sich die Risiken dennoch materialisieren, gestiegen. Die Bewertungen können sich aber auch als legitim erweisen, wenn sich das Umfeld verbessern würde. Ob die Zugewinne berechtigt sind, ist somit von dem Pfad abhängig, der in den kommenden Monaten eingeschlagen wird. Wir haben in dieser Ausgabe verschiedene Determinanten identifiziert, welche diesen Kurs massgeblich bestimmen werden. Mögliche Entwicklungen haben wir in drei Szenarien zusammengefasst (ab Seite 6).

Kurse und Unternehmensgewinne laufen auseinander



MSCI Welt Erwarteter Gewinn pro Aktie  
 ■ Erwarteter Gewinn pro Aktie, Veränderung in %  
 ■ Kursveränderung in %

## Wirtschaft: Ansteckungsgefahr oder Impuls

Bereits seit zwei Jahren nimmt die Dynamik im verarbeitenden Gewerbe sukzessive ab. Was als Abkühlung begann, hat mittlerweile in der Industrie vieler Länder zu einer Rezession geführt. Zuletzt haben sich die Vorlaufindikatoren zwar stabilisiert, doch eine Trendwende

zeichnet sich noch nicht ab. Der Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der Wertschöpfung ist in den letzten Jahrzehnten gesunken. Dazu passt, dass sich andere Wirtschaftsbereiche ungewöhnlich lange der Schwäche der Industrie entziehen konnten, doch die Ansteckungsgefahr darf nicht unterschätzt werden. Traditionell hat das verarbeitende Gewerbe einen Vorlauf auf die Entwicklung im Dienstleistungssektor. Je länger die Industrie schwächelt, desto grösser sind die Rezessionsrisiken für die Gesamtwirtschaft.

Allerdings sollten sich in den kommenden Monaten auch positive Effekte einstellen. So etwa von Seiten der Geldpolitik, die in den meisten Ländern gelockert wurde und nun zeitverzögert für Impulse sorgen kann. Es ist jedoch Skepsis angebracht, denn viele Unternehmen halten sich derzeit mit Investitionen zurück, obwohl die finanziellen Mittel vorhanden wären. Die Unternehmen erachten die aktuellen Rahmenbedingungen als zu unsicher.

### Politik zeigt lange Beine

Sehr bedeutend für die Stimmung von Unternehmenslenkern und Anlegern wird der sinoamerikanische Handelskonflikt sein. Nach einer langen Phase des Hochschaukelns sind zuletzt vermehrt gemässigte Töne ausmachbar. Es scheint, als halten die mittlerweile beiderseits des Pazifiks spürbaren, negativen konjunkturellen Folgen von einer weiteren Eskalation ab. Dies spricht vorerst für einen Waffenstillstand, zumal ja im kommenden November US-Präsidentchaftswahlen anstehen und eine schwache Wirtschaft oder gar eine Rezession die Chancen einer Wiederwahl Trumps erheblich schmälern würden. Doch viel mehr als eine Art temporärer Frieden ist nicht zu erwarten.

Nicht erwähnt sind die Nachahmer des neuen Protektionismus weltweit. Solchen Tendenzen stehen aber konträre Entwicklungen gegenüber, wie die Transpazifische Partnerschaft, das Mercosur-Abkommen oder der Schulterschluss zwischen der EU und Japan. Internationale Konzerne sind auf erleichterten Handel angewiesen. Deshalb steht für die Aktionäre einiges auf dem Spiel. Investoren sollten sich nicht auf die alte Weisheit, dass politische Börsen kurze Beine haben, verlassen.

### Geld- und Fiskalpolitik: Ein Entweder-oder?

Die von der Kehrtwende der Geldpolitik ausgelöste Rallye in den risikobehafteten Anlagen zeigt, welchen

Einfluss mittlerweile die Notenbanken auf die Finanzmärkte haben. Die Anleger haben grosses Vertrauen in, aber auch hohe Erwartungen an die Währungshüter. An deren Bereitschaft, die Märkte weiter zu unterstützen, lässt sich gegenwärtig kaum zweifeln. Doch eine kontroverse Diskussion über die Effektivität zusätzlicher Massnahmen könnte durchaus entstehen und manch einen Investor skeptisch werden lassen. Auch hier ist der Ausgang (noch) unklar. Greifen die bereits initiierten Massnahmen wie üblich, gibt es unmittelbar wenig Anlass für solch eine Diskussion. Ausserdem könnte nach Jahren der Zurückhaltung zumindest in Europa die Hoffnung auf fiskalpolitische Massnahmen für Phantasie an den Märkten sorgen. Wie gross der Spielraum für Fiskalpakete – auch für grüne Investitionen – tatsächlich ist, das ist eine andere Frage.

Das Jahr 2019 zeigte auch, dass die Unzufriedenheit mit der politischen und wirtschaftlichen Ordnung inzwischen in weiten und sehr unterschiedlichen Kreisen der Gesellschaft zunimmt. Thema sind zum einen die Ungleichheit der Vermögens- und Einkommensverteilung und die Notenbankpolitik, die mangels Zins und Zinseszins das Sparen erschwert und das Eigenheim für viele unerreichbar macht. Zum anderen erhebt sich aber auch die junge, meist bürgerliche Generation, die einen verantwortungsvollen Umgang mit der Natur fordert. Selbst Unternehmenslenker in den USA fordern mittlerweile eine neue Herangehensweise ein, um neben den Aktionären zudem andere Anspruchsgruppen zu berücksichtigen – auch im Sinne der Wirtschaft.

### Szenarien als Antwort

Somit ist klar: Das Jahr 2020 wird von einer stattlichen Anzahl und Breite von Themen dominiert. Jedes davon kann sich schnell in eine positive, aber auch negative Richtung entwickeln. Auf den folgenden Seiten haben wir deshalb drei mögliche Szenarien formuliert mit den jeweiligen Auswirkungen für Anleger.

Wir empfehlen Investoren jedoch, sich nicht zu einseitig auf ein Szenario zu versteifen. Die Grundausrichtung eines Portfolios sollte dem Basisszenario entsprechen. Deshalb sind Aktien, aber auch Anleihen von soliden Schuldner, für uns weiterhin Kernbestandteile. Die Beimischung von nicht konjunktursensitiven Anlagen, wie Gold oder auch Insurance-linked Securities, erachten wir als zusätzliche wichtige Bausteine für die Positionierung im gegenwärtigen Umfeld.

**SZENARIO 1**  
WEITER SO



# Aufwachen!

ZYKLISCHER ABSCHWUNG UND STRUKTURELLE UMBRÜCHE LASSEN IM JAHR 2020 KEINE HOHEN WACHSTUMSRATEN ZU. ZWAR KÖNNTE EINE ZARTE WIRTSCHAFTLICHE ERHOLUNG SICHTBAR WERDEN, REZESSIONSRISIKEN ABER BLEIBEN.

Gut ernährt und leicht beschwipst lässt es sich hervorragend schlafen. So ungefähr kann man den wirtschaftlichen Zustand der vergangenen Jahre umschreiben. Die Bestellungen sprudelten über lange Zeit regelrecht in die Auftragsbücher; zugleich konnten sich die privaten Haushalte und Firmen am günstigen Geld berauschen. Das sind fast schon paradiesische Umstände, in denen man allzu leicht in einen Dämmerzustand gerät. So wurde lange ignoriert, dass der Auftragszuwachs für die globale Industrie bereits seit Beginn 2018 sinkt. Die Handelskonflikte und der vom Volk beschlossene EU-Austritt Grossbritanniens bereiteten dem lieblichen Zustand ein jähes Ende. Aufwachen heisst es darum für die Unternehmen und die Politik im Jahr 2020.

## Zyklischer Abschwung und Strukturbrüche

Die aktuelle konjunkturelle Abkühlung ist nicht nur zyklischer, sondern auch struktureller Natur. Gerade deshalb wird die Weltwirtschaft im kommenden Jahr nicht zur alten Stärke zurückfinden. Zu den Herausforderungen gehört unter anderem die neue Emissionsrichtlinie für Schiffe. Ab 2020 wird der maximal erlaubte Schwefelgehalt aller auf offener See verwendeten Treibstoffe von 3.5 auf 0.5 % gesenkt. Damit einhergehende steigende Frachtpreise könnten dem ohnehin angeschlagenen Welthandel zusätzlich schwer aufliegen. Auch die europäische Automobilindustrie steht vor einem neuerlichen Übergangsjahr: Bereits ab 2021 gilt die strengere Abgasnorm Euro 7. Zwar sind schärfere Emissionsrichtlinien eine «saubere Sache», führen aber für die betroffenen Industrien kurzfristig zu enormen Belastungen. Ausserdem wird das bevorstehende Jahr in politischer Hinsicht keine Entspannung bringen. Der US-Präsident Donald Trump polarisiert auch im Wahljahr 2020. Nach Abschluss eines ersten Handelsabkommens mit China dürfte sich die Verhandlung über ein weiteres Vertragswerk als schwierig erweisen. Und für Grossbritannien gilt: Vor dem Brexit ist nach dem Brexit. Zwar rechnen wir mit einem geordneten Austritt aus der EU im ersten Quartal, doch die Dispute über ein Freihandelsabkommen mit dem europäischen

Festland schicken das Brexit-Drama in die nächste Runde.

## Geldpolitik stützt

Das Umfeld bleibt also anspruchsvoll und wird keine hohe konjunkturelle Dynamik zulassen. Dennoch bestehen zarte Hoffnungen auf eine Stabilisierung bzw. leichte wirtschaftliche Verbesserung. Die US-Notenbank (Fed) senkte 2019 einerseits den Leitzins frühzeitig um insgesamt 75 Basispunkte (Bp), andererseits kauft sie wieder Wertpapiere in hohem Ausmass, um etwaigen Verspannungen am Geldmarkt vorzubeugen. Da das Wirtschaftswachstum der Vereinigten Staaten zunächst nach wie vor zur Schwäche neigen wird, können die US-Währungshüter aus unserer Sicht den Leitzins um insgesamt weitere 50 bis 75 Bp senken. Die günstigen Finanzierungsbedingungen werden denn auch die grösste Volkswirtschaft der Welt auf Kurs halten. Wir gehen für 2020 von einer Wachstumsrate von 1.5 % aus. Rezessionsgefahren sind allerdings noch nicht gebannt. Unternehmenslenker und Verbraucher blicken so unterschiedlich pessimistisch bzw. optimistisch in die Zukunft wie selten zuvor. In der Vergangenheit war dies ein verlässlicher Indikator für eine Phase wirtschaftlicher Kontraktion (siehe Grafik).

USA: Verbraucher und Unternehmen sind geteilter Meinung



Eine bereits laufende Rezession in der Industrie und eine weiterhin schwache wirtschaftliche Entwicklung im Reich der Mitte werden auch in der Eurozone kaum Wachstumsraten von über 1 % zulassen. Chinas BIP-Zuwachs wird weiter abnehmen. Schub geben könnte eine Lösung im sinoamerikanischen Handelsstreit wobei aber nicht von einem Befreiungsschlag auszugehen ist.

Was Schwellenländer angeht: Sie haben die ökonomischen Beziehungen untereinander intensiviert. Inzwischen sind hier grosse Binnenmärkte mit zahlungskräftigen Konsumenten entstanden. Dies federt negative Rückwirkungen seitens der Industrieländer ab und ermöglicht vor dem Hintergrund eines höheren Zinssenkungsspielraums höhere Wachstumsraten.

### Weiter Spannungsbogen an den Kapitalmärkten

Die lockere Geldpolitik und verhältnismässig niedrigen Inflationserwartungen unterstützen langlaufenden Staatstitel. Leicht höhere Renditen könnten in der zweiten Jahreshälfte auf der Agenda stehen, insbesondere wenn an den Finanzmärkten nach fortgesetzten Zinssenkungen die Hoffnung auf eine konjunkturelle Belebung zu keimen beginnt. Wiederum sollte von keinem deutlichen Anstieg des Zinsniveaus am langen Ende der Zinskurve ausgegangen werden. In den USA sind die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen angesichts von Negativzinsen in Europa durchaus attraktiv, was die Nachfrage stützt. In der Eurozone brems derweil die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihren Anleihenkäufen einen etwaigen Renditeanstieg ab.

Unternehmensanleihen bleiben teuer. Wir gehen davon aus, dass es aufgrund des ohnehin schon sehr mageren zusätzlichen Ertrages gegenüber Staatsanleihen eine Rendite-Untergrenze gibt. Kreditrisiken weisen somit ein sehr asymmetrisches Profil auf. Wenngleich die Notenbanken mit ihrer ultraexpansiven Geldpolitik risikoreiche Anlageklassen begünstigen, werden sie es nicht vollständig schaffen, dass der Markt wegen zunehmender Zahlungsausfälle höhere Prämien auf diese Anlageklasse einfordert. Bei den Emerging Markets könnten im Jahresverlauf Staatsanleihen in der jeweiligen Landeswährung interessant werden. Augenfällig ist die historisch tiefe Kursnotiz der Währungen (siehe Grafik). Für höhere Niveaus bedarf es einer USD-Schwäche. Sie wird möglich, weil die Fed den Zinszügel locker hält.

Schwellenländer-Währungsindex



■ Schwellenländer: Währungsindex

Die Aktienmärkte werden sich vor dem Hintergrund des Anlagenotstandes mit wenig zufriedengeben. Das grössere Risiko von Aktien wird derzeit mit einer im Vergleich zu Anleihen überdurchschnittlichen Prämie abgegolten. Schon ein von uns erwartetes geringes Gewinnwachstum, gepaart mit einer lockeren Geldpolitik, wird die Kurse auf luftigen Höhen halten können. Wir rechnen aber wegen des weit fortgeschrittenen Zyklus mit einer hohen Schwankungsanfälligkeit. Das Muster der vergangenen Jahre zeigt, dass Anleger temporäre Rückschläge am Aktienmarkt als Kaufgelegenheiten nutzen. Investoren dürften sogar dazu übergehen, konjunktursensitive Märkte wie Europa und die Schwellenländer frühzeitig aufzusuchen. Kommt es zu einer wirtschaftlichen Erholung, werden gerade diese Märkte davon profitieren. An den Finanzmärkten reicht also der Spannungsbogen von spätzyklischem Umfeld bis hin zu frühzeitiger Positionierung auf einen neuerlichen Aufschwung. In diesem anspruchsvollen Umfeld erachten wir Gold zur Diversifikation nach wie vor als interessant.

### Fazit

Zyklischer Abschwung und struktureller Wandel heissen die Eckpunkte des wirtschaftlichen Umfelds 2020. Angesichts der Risiken müssen Investoren hellwach sein und bleiben. Für die Politik wie auch für Unternehmen heisst es spätestens jetzt: Aufwachen! Umbrüche eröffnen zudem Chancen, gerade auch an den Finanzmärkten. Mit Blick auf das kommende Jahr bleiben wir deshalb konstruktiv. Wir investieren in langfristige Trends, gehen mit Zins- sowie Kreditrisiken sorgsam um und setzen auf Gold zur Absicherung.

A blue umbrella with a wooden handle is leaning against a white chair frame. The umbrella is closed, and the handle is curved. A light green circle is overlaid on the image, containing the text 'SZENARIO 2 WENN WAS SCHIEF GEHT'. The background is a plain, light-colored wall.

**SZENARIO 2**  
WENN WAS  
SCHIEF GEHT

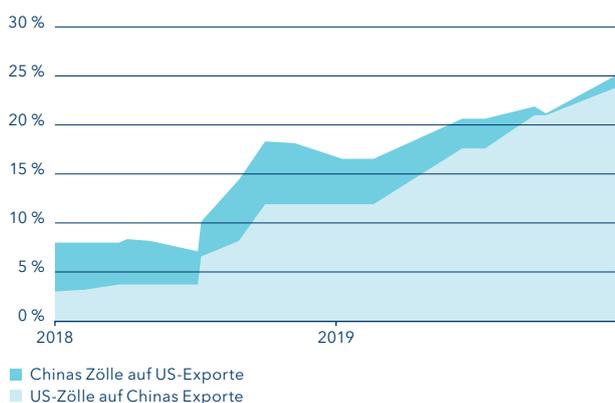
VPBANK

# Ungelöste Probleme führen zur globalen Rezession

DIE WELTWIRTSCHAFT BEFINDET SICH IN EINEM FRAGILEN ZUSTAND. ES GIBT MEHRERE HEIKLE SITUATIONEN, DIE JE NACH AUSPRÄGUNG EINEN ABSCHWUNG AUSLÖSEN KÖNNTEN, MIT DEN ENTSPRECHENDEN FOLGEN FÜR FINANZANLAGEN.

Entgegen Murphys Gesetz muss nicht alles schiefgehen, was schiefgehen kann. Aber es gibt einige Risikoherde, die Anleger beobachten sollten. Da ist erstens der Handelskrieg zwischen den USA und China. Nachdem sie für ein Abkommen der ersten Phase den kleinsten gemeinsamen Nenner gefunden haben, folgt die zweite. Dabei eine Einigung zu erzielen, dürfte schwieriger werden, weil es dann um konkrete Details geht. Um die wirtschaftliche Vormachtstellung zu halten, dürfen die Vereinigten Staaten keinesfalls (wie Europa) in Bezug auf die IT-Infrastruktur in Rückstand geraten und damit vom Ausland abhängig werden. Der Diebstahl von geistigem Eigentum und Technologietransfer, den die Amerikaner den Chinesen vorwerfen, steht direkt mit der IT-Infrastruktur in Verbindung.

Entwicklung der Strafzölle USA und China



Quelle: Chad P. Bown

Der Nachrichtenfluss zu den Verhandlungen der «Phase zwei» dürften durchwegs negativ sein und schnell in einer Spirale von gegenseitigen Strafzöllen enden. Es könnten auch Exportverbote für US-Informationstechnologie folgen, welche wohl mit einem Ausfuhrverbot der Volksrepublik von seltenen Erden gekontert würde. China könnte auch mit einer Währungsabwertung drohen.

Zweitens sind in Europa Bewegungen in Gang, die Nationalstaaten schwierig führbar und Reformen schwer durchsetzbar machen. Auslöser ist die Angst vieler Bürger vor dem Abstieg aus der Mittelschicht, was eine weitere Zersplitterung der Parteilandschaft mit sich bringen kann. Die EU als Ganzes ist herausgefordert. Es sieht danach aus, als würde der Brexit Ende Januar vollzogen. Bis zum effektiven Austritt Ende 2020 bliebe dem Vereinigte Königreich somit eine Übergangszeit zur Regelung der künftigen Beziehungen. Da zum Zeitpunkt des Austrittsabkommens schon fast vier Jahre gerungen wurde, bis es nach drei Verschiebungen zustande kam, dürfte der Zeitraum zu knapp bemessen sein. Der Kampf um ein Folgeabkommen dürfte eher Jahre als Monate dauern oder scheitert vielleicht ganz. Die praktischen Folgen davon sind nicht absehbar.

Drittens birgt der schwelende Konflikt zwischen dem Iran und Saudi-Arabien ein besonderes Risiko für den Ölmarkt. Die Anschläge auf die Raffinerien des staatlichen saudischen Ölkonzerns Aramco haben die Spannungen zusätzlich erhöht. Auch innenpolitisch sind beide Länder instabil. Die jüngsten Aufstände in der islamischen Republik nach der Anhebung der Benzinpreise haben gemäss Amnesty International zu mehr als 200 Toten geführt. Aufgeladen ist die Lage in der ganzen Region sowie in Nordafrika. Proteste finden ebenso auch im Libanon, dem Irak, Algerien und Sudan statt. Ein Funke kann sich rasch zu einem Flächenbrand in der Region ausbreiten, mit grosser Unsicherheit über den Verlauf. Der Ölpreis könnte sich in dann in kurzer Zeit verdoppeln. Schnell und stark steigende Ölnotierungen wirken wie Zinserhöhungen für die globale Konjunktur und waren in der Vergangenheit Auslöser der meisten globalen Rezessionen.

## Trump oder nicht Trump?

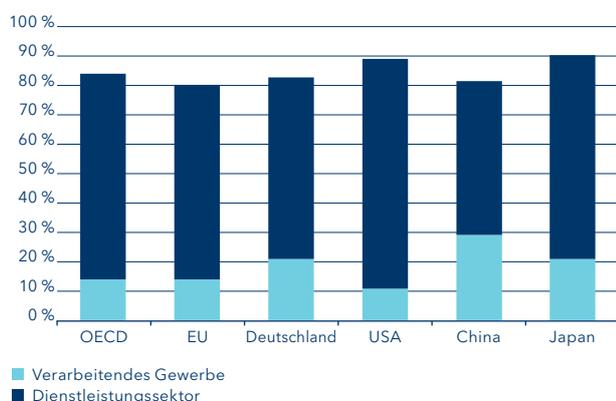
Viertens wird ein neuer US-Präsident gewählt. Ein Scheitern des Amtsenthebungsverfahrens dürfte den Wahlkampf noch emotionaler machen. Bereits bei der

ersten Kampagne hat Donald Trump stark polarisiert. Während seine Fans ihm in jedem Fall treu bleiben, sind wohl diejenigen Stimmbürger, welche derzeit mit ihrer persönlichen wirtschaftlichen Situation zufrieden sind, das Zünglein an der Waage. Für den derzeitigen US-Präsidenten ist deshalb eine Rezession vor den Wahlen das grössere Risiko als die Gegenkandidaten. Die Demokraten sind gespalten in konservative und sozialistische Lager. Bei einem Erfolg der Sozialisten würden wohl Steuererleichterungen für Unternehmen rückgängig gemacht und Vermögenssteuern eingeführt werden.

### Rezession geht viral

Diese vier Risikoherde haben direkten Einfluss auf die Wirtschaft, indem sie sich auf die Stimmung von Bürgern und Unternehmen auswirken. Und der Weg zu einer globalen Rezession ist nicht weit. Aktuell befindet sich die Industrie, gemessen an den Frühindikatoren, weltweit in einer Kontraktion, während der Dienstleistungssektor noch auf Expansionskurs ist. Historisch gesehen hat das verarbeitende Gewerbe einen Vorlauf. Der Anteil am Bruttoinlandprodukt liegt gemäss Weltbank in den OECD-Staaten beim verarbeitenden Gewerbe nur noch bei 14 %, während der Dienstleistungssektor 70 % ausmacht. Wiederholt sich die Geschichte, ist eine globale Rezession nicht mehr vermeidbar.

Anteil an der Bruttowertschöpfung



Quelle: Weltbank

Anleger flüchten dann in sicherere Anlagen und das zeigt sich bereits. Die Rendite zehnjähriger US-Staats-

anleihen ist innert 12 Monaten von über 3 % auf noch 1.8 % gesunken. In einer globalen Rezession dürften die Renditen noch weiter sinken, also gerade in Europa noch mehr in den negativen Bereich rutschen. Die US-Grossbank J.P. Morgan hat kürzlich in einer Studie geschätzt, dass die hinnehmbare Renditeuntergrenze bei rund -4 % liegt. Dann würden Bargeld gehortet, Rohstoffe wie Gold gelagert oder Kryptowährungen gekauft werden. Für die Notenbanken wäre dies inakzeptabel, weil dem Finanzsystem Kapital entzogen wird. Die Abschaffung von Cash und die Einführung von digitalen Währungen durch die Notenbanken wären eine mögliche Folge.

### Gewinner und Verlierer

In diesem Szenario kommen Aktien und Unternehmensanleihen massiv unter Druck. Besonders hart werden wenig liquide Anlageklassen betroffen sein - etwa Anleihen aus Schwellenländern oder High-Yield-Bonds. Der Internationale Währungsfonds rechnet damit, dass bis zu 50 % aller High-Yield-Fonds Investorenauszahlungen in einer Krise aussetzen müssten. Gewinnen werden sichere Häfen und liquide Anlageklassen. Das sind vor allem Gold, CHF, USD, JPY, US-Staatsanleihen, aber auch Trendfolgesysteme (CTAs). Diese investieren in Cash unterlegte Terminkontrakte, die auch in Extremsituationen liquide sind. Insurance-linked Securities sind vom Wirtschaftsgang unabhängig und können Stabilität liefern.

### Notenbanken müssen es richten

Es gibt zwar Forderungen nach fiskalpolitischen Massnahmen. Aber die Verschuldung der Staaten ist meist bedenklich hoch und Investitionsprogramme benötigen lange Vorlaufzeiten. Stimulus-Hoffnungen liegen daher auf den Notenbanken. Da das Mittel von Zinssenkungen praktisch aufgebraucht ist, werden neue Wege benötigt. Die direkte Finanzierung des Staats durch die Notenbank ist de facto bereits weit fortgeschritten. Notenbanken könnten auch Aktien- und Immobilien kaufen oder gleich jedem direkt Geld überweisen, wie die Idee des Helikoptergelds es vorsieht. Seit der Finanzkrise haben sie immer wieder neue, unkonventionelle Massnahmen ergriffen. Lassen wir uns von deren Kreativität überraschen.

**SZENARIO 3**  
GLEICHER UND  
GRÜNER



# Druck von der Strasse

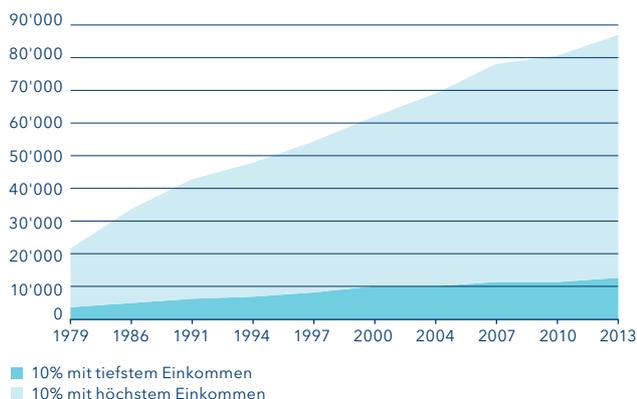
WELTWEIT STEIGT DER GESELLSCHAFTLICHE UNMUT. ER ÄUSSERT SICH NICHT NUR IN FRIEDLICHEN PROTESTBEWEGUNGEN. MIT EINER GESCHICKTEN REAKTION KANN DIE POLITIK DIE ANLIEGEN AUFNEHMEN UND WIRTSCHAFTLICHE IMPULSE GEBEN.

Gesellschaftliche Umwälzungen werden ausgelöst durch wirtschaftliche, politische oder ideologische Dispute. Für Aufsehen sorgen gewaltsame Proteste, wie etwa die der Gelbwesten in Frankreich, in Hongkong oder jüngst auch in Chile. Genauso können friedliche Bewegungen wie die Fridays-for-Future-Bewegung der Klimaaktivisten politische wie wirtschaftliche Weichen neu stellen.

## Lohnt sich arbeiten noch?

Seit der Finanzkrise hat sich ein Thema vermehrt als Ursprung des Unmuts hervorgetan: die Einkommensverteilung und die Lohnentwicklung. Es ist ein weltweites Phänomen, aber an Bedeutung hat es besonders in den Industrienationen zugenommen. Wie der US-Gewerkschaftsverband unlängst vorrechnete, verdienen die Chief Executive Officers (CEO) der im S&P 500 vertretenen Unternehmen im Schnitt 287-mal mehr als die Mitarbeitenden mit dem geringsten Gehalt.

USA: Durchschnittliche nominale Einkommensentwicklung (US-Dollar)



Quelle: Weltbank

Wie drastisch dies im Einzelfall aussehen kann, zeigt ein Blick auf die Bekleidungsfirma GAP, die ein Verhältnis von 3566 : 1 ausweist. Dem werden sich die Unternehmenslenker zunehmend bewusster. Rund 180

US-Betriebe haben sich innerhalb der amerikanischen Lobbyorganisation Business Roundtable organisiert und in einem offenen Brief erklärt, dass sie nicht länger allein den Aktionären, sondern künftig auch den sogenannten Stakeholdern verpflichtet sein wollen, also Kunden, Lieferanten sowie den Mitarbeitenden. Unter den Unterzeichnern waren die Repräsentanten von Amazon, J.P. Morgan, Boeing, 3M und McKinsey. Dies wäre ein klarer Paradigmenwechsel, denn Lohnumping stellt vielfach ein wichtiges Mittel der Produktivitätssteigerung dar. Diese Sichtweise stimmt jedoch nicht mehr für eine dienstleistungsorientierte und somit wissensgetriebene Wertschöpfung. Denn das Humankapital – also Bildung und Gesundheit – bleiben dabei auf der Strecke. Weitet sich die Diskrepanz der Gehalts- und Wertschöpfungsverteilung zu extrem aus, bleiben auch die Anreizeffekte, sich für Leistung zusätzlich anzustrengen, aus. Fatalismus oder Protest sind hier die Folgen.

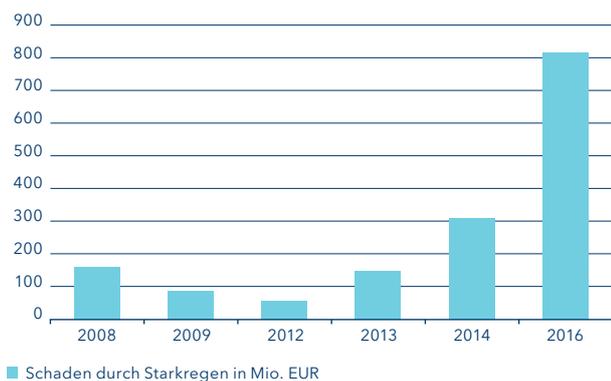
Zudem ist die als Krisenbekämpfung eingeführte, lockere Geldpolitik der Notenbank zum Dauerzustand geworden und zeigt immer mehr unbeabsichtigte Folgen. Die Niedrigzinspolitik lässt die Preise für Wohneigentum in schwindelerregende Höhen schnellen und macht den Haus-Wunsch vieler Bürger zur Fantasievorstellung. Zudem können Sparer mangels Zinses kaum Kapital für die Altersvorsorge bilden.

## Aus der Not des Klimas zur Tugend

Unmut gibt es in der Bevölkerung auch beim Klimaschutz. Die junge Generation artikuliert sich mit klaren Forderungen, bei Wahlen können derzeit oft die Grünen Sitze gewinnen. Dabei zeigt sich ein transatlantischer Unterschied: Als die USA 2018 aus dem Pariser Klimaabkommen austraten, rückten die anderen Staaten zusammen. Im November 2019 rief Europa den Klimanotstand aus. Allerdings hat Umweltschutz einen Preis. Die Energiewende in Deutschland belastet laut der Konrad-Adenauer-Stiftung die Haushalte mit einer 22 % höheren Stromrechnung. Es gibt auch ein aktuelles Beispiel: Wegen neuer Emissionsrichtlinien für

Schiffe verteuert sich laut der Reederei Maersk ab 2020 der See-Transport pro Container um EUR 100 bis 150. Den Belastungen stehen Investitionen auf der anderen gegenüber. So berechnete die US-Bank Morgan Stanley, dass die Erfüllung der im Pariser Klimaabkommen festgesteckten Ziele bis 2050 weltweit Investitionen von USD 50 Bio. erforderlich macht. Klimaschutz ist dabei keine gesellschaftliche Etikettendiskussion mehr sondern auch eine Frage der Opportunitätskosten. 2018 waren diese für die Hannover Rück gut 2.5-mal so hoch wie der übliche Versicherungsaufwand für Sach-, Kredit oder Haftpflichtschäden.

Sachschadenaufwand infolge von Starkregen in Deutschland



Quelle: Gesamtverband Deutscher Versicherer (GDV)

Die industriellen Umwälzungen sind nicht mehr aufzuhalten und betreffen dabei vor allem Sektoren mit hoher Beschäftigungsquote. Während die USA auf oberster politischer Ebene populistisch poltert, werden mehr Mitarbeiter im Segment der erneuerbaren Energien beschäftigt als in der Öl-, Gas- und Kohlenindustrie zusammen. Wie derzeit die Automobilindustrie erfahren muss, gestaltet sich die Transformation der Branchen leider alles andere als homogen. Die Folgen sind finanzielle Doppelbelastungen, aber auch Entlassungen genau derjenigen Niedriglohnempfänger, die bereits durch die Ausweitung der Lohnschere benachteiligt werden.

### Wie der gesellschaftliche Wandel gelingen kann

Die Regierungen stehen vor horrenden Herausforderungen um den Spagat einer gerechteren Einkommensverteilung, aber auch dem Erreichen hochgesteckter

Klimaziele gerecht zu werden. Das Gute dabei ist, dass das eine das andere nicht ausschliessen muss. Wohlgeplante Investitionsmassnahmen helfen, beide Ziele in Angriff zu nehmen. Die Regierungen werden dabei wohl nicht das Füllhorn ausschütten, jedoch könnte ein möglicher «Green Deal» der neuen EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen neben dem kurzfristigen Effekt vor allem auch das mittel- und langfristige Wachstumspotenzial Europas steigern. Gelingt es durch gezielte Anreize, private Mittel zur Finanzierung heranzuziehen, entlastet dies die bereits hoch verschuldeten Staaten. Weitere Impulse können von den Investitionsausgaben der Unternehmen ausgehen. Schaffen die Länder zusätzliche Planungssicherheiten, steht einer globalen Wirtschaftsbelebung wenig im Weg.

Geopolitische, aber auch geowirtschaftliche Risiken dürften auf einem erhöhten Niveau verharren. Die jüngste Verlängerung der lockeren Geldmengenpolitik lässt gleichermaßen keine schnelle Umkehr der Niedrigzinsphase erwarten. Allerdings würden staatsunterstützte Investitionen helfen, eine Umkehr dieser Entwicklung einzuläuten. Eine gewisse Normalisierung der stark durch die Geldpolitik beeinflussten Wechselkurse wäre dabei eine Folge. Dies bildet dann auch die Plattform für einen sich stabilisierenden Aussenwert des EUR.

Die Attraktivität von Staats- und Unternehmensanleihen bleibt somit zunächst mässig. Der mittelfristige Ausblick für Aktien jedoch verbessert sich. Klimaschonende Investitionen begünstigen auch sogenannte «alte Industrien». Ein Trend, von dem nicht nur das substanzwertorientierte Europa profitieren sollte. Besonders gesucht wären Unternehmen, welche bereits eine führende Marktstellung in umweltschonenden Verfahren und Technologien innehaben.

Wenn auch die breite Bevölkerung von diesem grünen Aufschwung profitiert, hilft das der Konjunktur zusätzlich. Der britische Sozialgeograph Danny Dorling zeigt in seinem 2017 erschienen Buch «The Equality Effect» schlüssig auf, dass eine breitere Umverteilung des Einkommens sowohl zu einem robusteren Wirtschaftswachstum als auch zu einer Festigung des sozialen Friedens führt. Zu erhoffende weltweite Massnahmen im Bestreben einer gerechteren Produktivitätsallokation sowie zur Erfüllung der Klimaziele würden dabei nicht nur dessen These in der Realität beweisen, sondern auch die Herzen der Anleger höherschlagen lassen.

RÜCKBLICK / AUSBLICK



# Rückblick / Ausblick

## Historische Performance (Gesamtrendite in %)

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
26.9	6.5	24.8	40.2	15.2	54.5	22.6	29.9	9.9	72.8	29.1	8.9	20	31.9	11.8	3.1	13.3	31.3	0.7	28.5
10.1	4.3	23.5	26.5	12.2	41.9	18	27.4	3.3	43.9	14.5	6.9	17.8	28.7	11.6	2.8	13	19.2	-0.5	23.8
7.3	4.2	12.9	25.3	9.6	34.8	18	13.1	1.4	28.5	13.1	6.3	17.3	23	9.6	2.6	9.5	17.8	-2.2	21
6.6	3.9	12.5	22.9	9.1	22.9	16.9	5	0.6	27.2	11.3	5.4	15.3	20.7	9.4	1.2	9.4	17.5	-4.7	16.7
3.9	1.5	9.3	21.2	8.2	18.8	11	4.9	-14	25.8	11	4.3	15.1	13.9	9.2	1.1	7.7	12.9	-5.2	12.1
3.6	1.1	7.9	19.9	8	15.4	10.4	4.4	-25.2	24.2	7.4	2.5	13	6.2	7.4	0.6	5.7	10.3	-6.1	10.5
1.3	0.4	-1.7	17.4	7.1	8.5	9.9	3.7	-26.9	22.8	7.2	-2	13	5.3	4.8	-0.1	5.6	6.5	-7.7	9.1
1	-0.1	-8.7	17.4	5.7	5	5.6	3.6	-29.2	22.6	5.8	-5.8	10.4	0.8	4.1	-1.4	2.1	3.8	-8	8.9
-2.3	-1.3	-14.6	16.4	5.7	4.9	5.2	1.8	-34.7	21.7	4.4	-6.5	6.1	-1.2	4	-1.6	1.7	3.6	-8.9	8
-4.2	-12.9	-19.2	14.6	4.1	3	4.8	-0.4	-38.3	16.7	3.8	-9.8	5.8	-4.3	3.9	-4.9	1.4	3.3	-9.9	6.5
-9.4	-14.8	-21.9	9.5	3.4	2.3	0.3	-0.9	-40	12.7	3.8	-10.4	5.6	-5.4	1.5	-6.4	1.3	0.7	-11.6	6.1
-14.8	-17.2	-22.7	2.6	3.3	1	-0.1	-1.1	-42.1	8.4	3.3	-16.3	2.6	-7.2	-1.1	-12.9	0.5	0.5	-13.8	4.1
-18.1	-19.5	-25.3	1.7	2.9	0.5	-0.7	-1.7	-47	4.9	0.8	-17.3	1.9	-10	-2.4	-14.4	-0.4	-0.4	-14	2.8
-29.9	-20.1	-30.9	0.9	0.8	-0.2	-3	-2.3	-56.1	4	0.6	-18.1	-2.5	-28.3	-18.1	-26.2	-3.4	-0.8	-14.2	-0.6

Anlageklassen der VP Bank Asset Allocation in CHF anhand von entsprechenden Indizes pro Jahr. Alle Währungen abgesichert (Daten 2019 per Ende November).

■ Staatsanleihen   
 ■ Globale Anleihen   
 ■ Hochzinsanleihen   
 ■ Aktien Europa   
 ■ Aktien Asien-Pazifik   
 ■ Wandelanleihen   
 ■ Hedge Funds  
■ Unternehmensanleihen   
 ■ Anleihen Schwellenländer   
 ■ Aktien Schweiz   
 ■ Aktien Nordamerika   
 ■ Aktien Schwellenländer   
 ■ Rohstoffe   
 ■ Gold

## Wichtige Termine 2020

Ereignis	Datum
Bank of Japan Zinsentscheid	21. Januar
EZB Zinsentscheid	23. Januar
US Fed Zinsentscheid	29. Januar
Bank of England Zinsentscheid	30. Januar
<b>Brexit Termin</b>	<b>31. Januar</b>
EZB Zinsentscheid	12. März
US Fed Zinsentscheid	18. März
Bank of Japan Zinsentscheid	19. März
Bank of England Zinsentscheid	26. März
Bank of Japan Zinsentscheid	28. April
US Fed Zinsentscheid	29. April
EZB Zinsentscheid	30. April
Bank of England Zinsentscheid	7. Mai
EZB Zinsentscheid	4. Juni
US Fed Zinsentscheid	10. Juni
Bank of Japan Zinsentscheid	16. Juni
Bank of England Zinsentscheid	18. Juni

Ereignis	Datum
EZB Zinsentscheid	16. Juli
Bank of Japan Zinsentscheid	22. Juli
US Fed Zinsentscheid	29. Juli
Bank of England Zinsentscheid	6. August
EZB Zinsentscheid	10. September
US Fed Zinsentscheid	16. September
Bank of England Zinsentscheid	17. September
Bank of Japan Zinsentscheid	17. September
EZB Zinsentscheid	29. Oktober
Bank of Japan Zinsentscheid	29. Oktober
<b>Präsidentenwahlen USA</b>	<b>3. November</b>
Bank of England Zinsentscheid	5. November
US Fed Zinsentscheid	5. November
EZB Zinsentscheid	10. Dezember
US Fed Zinsentscheid	16. Dezember
Bank of England Zinsentscheid	17. Dezember
Bank of Japan Zinsentscheid	18. Dezember

# Ihr Kontakt – wo immer Sie sind

Die VP Bank AG ist eine in Liechtenstein domizilierte Bank und untersteht der Finanzmarktaufsicht (FMA) Liechtenstein, Landstrasse 109, 9490 Vaduz, Liechtenstein, [www.fma-li.li](http://www.fma-li.li)

<b>VP Bank AG</b>	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 66 55 · F +423 235 65 00 <a href="mailto:info@vpbank.com">info@vpbank.com</a> · <a href="http://www.vpbank.com">www.vpbank.com</a> MwSt.-Nr. 51.263 · Reg.-Nr. FL-0001.007.080-0
<b>VP Bank (Schweiz) AG</b>	Talstrasse 59 · 8001 Zürich · Schweiz T +41 44 226 24 24 · F +41 44 226 25 24 · <a href="mailto:info.ch@vpbank.com">info.ch@vpbank.com</a>
<b>VP Bank (Luxembourg) SA</b>	2, rue Edward Steichen · L-2540 Luxembourg T +352 404 770-1 · F +352 481 117 · <a href="mailto:info.lu@vpbank.com">info.lu@vpbank.com</a>
<b>VP Bank (BVI) Ltd</b>	VP Bank House · 156 Main Street · PO Box 2341 Road Town · Tortola VG1110 · British Virgin Islands T +1 284 494 11 00 · F +1 284 494 11 44 · <a href="mailto:info.bvi@vpbank.com">info.bvi@vpbank.com</a>
<b>VP Bank Ltd Singapore Branch</b>	8 Marina View · #27-03 Asia Square Tower 1 Singapore 018960 · Singapore T +65 6305 0050 · F +65 6305 0051 · <a href="mailto:info.sg@vpbank.com">info.sg@vpbank.com</a>
<b>VP Wealth Management (Hong Kong) Ltd</b>	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hong Kong T +852 3628 99 00 · F +852 3628 99 11 · <a href="mailto:info.hkwm@vpbank.com">info.hkwm@vpbank.com</a>
<b>VP Bank Ltd Hong Kong Representative Office</b>	33/F · Suite 3305 · Two Exchange Square 8 Connaught Place · Central · Hong Kong T +852 3628 99 99 · F +852 3628 99 11 · <a href="mailto:info.hk@vpbank.com">info.hk@vpbank.com</a>
<b>VP Fund Solutions (Luxembourg) SA</b>	2, rue Edward Steichen · L-2540 Luxembourg T +352 404 770-297 · F +352 404 770-283 <a href="mailto:fundclients-lux@vpbank.com">fundclients-lux@vpbank.com</a> · <a href="http://www.vpfundsolutions.com">www.vpfundsolutions.com</a>
<b>VP Fund Solutions (Liechtenstein) AG</b>	Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz · Liechtenstein T +423 235 67 67 · F +423 235 67 77 <a href="mailto:vpfundsolutions@vpbank.com">vpfundsolutions@vpbank.com</a> · <a href="http://www.vpfundsolutions.com">www.vpfundsolutions.com</a>

#### Redaktion

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

#### Für den Inhalt verantwortlich

Bernhard Allgäuer, Senior Investment Strategist  
Harald Brandl, Senior Equity Strategist  
Dr. Felix Brill, Chief Investment Officer  
Dr. Thomas Gitzel, Chief Economist  
Bernd Hartmann, Head CIO-Office  
Jérôme Mäser, Junior Investment Strategist  
Clifford Padevit, Head Group Investment Communications  
Christina Strutz, Office & Publication Manager

#### Erscheinungsart

Quartalsweise

#### Erscheinungsdatum

19. Dezember 2019

#### Redaktionsschluss

12. Dezember 2019

#### Schlusskurse

3. Dezember 2019, sofern nicht anders vermerkt

#### Quelle für Charts und Statistiken

Bloomberg, Reuters, Thomson Financial Datastream,  
sofern nicht anders vermerkt

#### Fotos

Roland Korner, Triesen  
Rich Stapleton, London

#### 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 Eigengeschäften 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).

