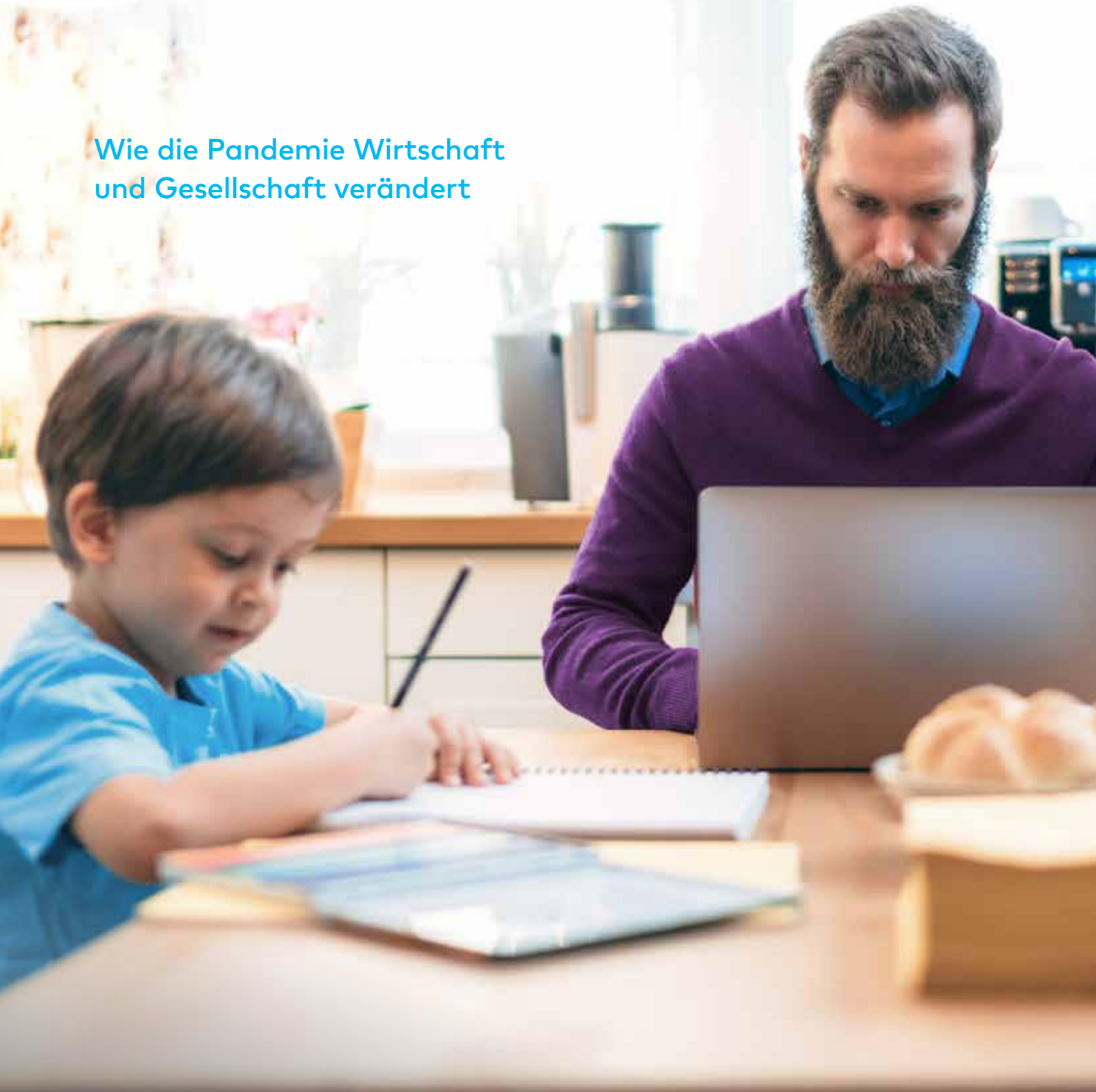


chancen

Finanzmärkte und Konjunktur

Wie die Pandemie Wirtschaft
und Gesellschaft verändert



«Die Corona-Krise verstärkt
Anlagentrends und zwingt dazu,
auch Selbstverständliches zu
überdenken.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer

Wie die Pandemie Wirtschaft und Gesellschaft verändert



Dr. Sandro Merino
Chief Investment Officer

Liebe Leserinnen und Leser

Die Corona-Pandemie hat auch uns als Bank herausgefordert. Gemäss unserem Auftrag, die uns anvertrauten Vermögen bestmöglich zu verwalten, haben wir uns beruflich vor allem mit wirtschaftlichen Aspekten dieser Krise auseinandergesetzt.

Die menschliche Tragödie dieser Pandemie hat uns aber tief berührt. Unser Respekt gebührt den Leistungen, die weltweit im Gesundheitswesen erbracht wurden und weiterhin in vielen Teilen der Welt notwendig bleiben.

Die Ereignisse der vergangenen Monate bleiben in unserem kollektiven Gedächtnis. Für uns im Asset Management war der Montag, 24. Februar 2020, der Tag, an den wir uns besonders erinnern werden. Wir beschlossen damals, aufgrund der stark gestiegenen Infektionen in Italien, unser Pandemie-Szenario als Hauptszenario festzulegen. Wir reduzierten noch am gleichen Tag die Risiken in unserer Anlagestrategie. Rückblickend konnten wir die Verluste im März dadurch deutlich mildern, in der Erholungsphase ab Ende März waren unsere «Megatrends»-Anlagethemen erfolgreich.

In dieser Ausgabe von «Chancen» wagen wir eine erste Standortbestimmung, einen ersten Ausblick auf die Herausforderungen, die uns vermutlich alle erwarten. Dabei ist das Thema nur schwer in seiner Tragweite und Komplexität zu erfassen. Entsprechend breitgefächert sind die zahlreichen Beiträge in dieser Ausgabe.

Dass Sie uns auch während dieser Krise Ihr Vertrauen geschenkt haben und dass wir sogar in turbulenten Märkten neue Kunden gewinnen konnten, erfüllt uns mit Dankbarkeit und Stolz. Wir danken allen unseren Kunden, dass sie auch in Zukunft auf unsere Expertise zählen.

Herzlichst

A handwritten signature in black ink, reading 'Sandro Merino'.

In dieser Ausgabe



3

Editorial

6

Staat: «Retter in der Not», und dann?

Die Sehnsucht nach einem guten, allwissenden, Probleme lösenden Staat ist nicht neu. Eine dominantere Rolle des Staats in der Zukunft ist gleichwohl wenig wünschenswert.

10

Populisten sind ins Hintertreffen geraten

Narzisstische Persönlichkeiten ohne Willen oder Fähigkeit, im Verbund mit anderen Lösungen für die Auswirkungen der Krise zu suchen, sind unter Druck.

14

Nächste Staatsfinanzkrise um die Ecke?

Die Geschichte von gebrochenen staatlichen Rückzahlungsversprechen reicht weit zurück und betrifft fast jeden Staat. Oftmals waren es Wiederholungstäter.

18

Covid-19 und die Folgen für die Mittelschicht

Durch die Globalisierung entstand in China eine neue breite, konsumfreudige Mittelschicht. In Europa und den USA hingegen war der Wohlstandsgewinn der Mittelschicht gering oder sogar rückläufig.

24

Pandemie erhöht Bedarf für private Vorsorge

Sozialausgaben sind heute der grösste Posten in staatlichen Budgets. Können wir uns unser Sozialsystem in Zukunft noch leisten?



28

Corona-Krise beschleunigt Chinas Aufholjagd

Während China die erste Welle der Pandemie überstanden hat und seine Volkswirtschaft wieder hochfährt, leidet die US-Ökonomie noch schwer unter den geltenden Lockdown-Bestimmungen.

32

Dank Megatrends erfolgreich durch die Krise

Viele der empfohlenen Anlagen, die im Zusammenhang mit den von uns identifizierten Megatrends stehen, wiesen seit Jahresbeginn bereits Anfang Juni wieder positive Performancezahlen auf.

34

Wie Covid-19 den Gesundheitssektor überraschte

Mit dem Ausbruch der Corona-Krise rückte der Gesundheitssektor augenblicklich in den Fokus der Anleger. Dieser zeigte sich gegenüber der Pandemie völlig unvorbereitet.



38

Lockdowns als Mittel gegen den Klimawandel?

Während des wirtschaftlichen Stillstands wurde weltweit weniger CO₂ ausgestossen. Jedoch nur um denjenigen Betrag, der jährlich notwendig wäre, um die globale Klimaerwärmung auf 1,5 Grad Celsius zu begrenzen.

42

Home-Office: aus der Nische zum Mainstream

Neben dem Gesundheitssektor ist dank des Trends zum Home-Office auch der Technologiebereich deutlich stärker in den Fokus der Anleger gerückt.

Staat: «Retter in der Not», und dann?

contact Tracing bei sucher*innen vor

Medienkonferenz vom 1. Juli 2020

Regierungsrätin Natalie R.
Dr. med. Christiane Meier,
RA Dr. iur. Christian Schuh



Staat: «Retter in der Not», und dann?

Angela Merkel gilt in Deutschland als «Mutter der Nation». In der Corona-Krise stand die Bundeskanzlerin als Sinnbild für die Sehnsucht der Menschen nach einem guten, allwissenden, Probleme lösenden Staat. Auch in vielen anderen Ländern tat sich der Staat in der Gesundheitskrise als lenkende Hand hervor. Doch auch wenn die staatlichen Eingriffe in der Pandemie notwendig waren, ist eine künftig dominantere Rolle wenig wünschenswert.

Im Verlauf der Covid-19-Pandemie wurde der Ruf nach staatlichen Interventionen zunehmend lauter. Und die Politik wurde aktiv: Sie leitete in vielen Bereichen eine Vollbremsung von Wirtschaft und Gesellschaft ein. In Europa haben – ausser Schweden – ausnahmslos alle Staaten in dieser Ausnahmesituation drastische Massnahmen ergriffen und vielen Unternehmen verboten, ihre Geschäfte weiterzuführen. Dies, um die Bevölkerung vor einer Ausbreitung des Coronavirus zu schützen. Unternehmen konnten diese Entwicklung weder voraussehen noch frühzeitig darauf reagieren. Restaurants durften faktisch von heute

auf morgen nicht mehr öffnen, Bekleidungsgeschäfte blieben auf ihrer oftmals saisonalen Ware sitzen. Gleichzeitig haben die Länder umfassende Massnahmenpakete zur Abfederung der negativen wirtschaftlichen Auswirkungen auf den Weg gebracht. Obwohl diese finanziellen Unterstützungspakete nicht alle wirtschaftlichen Schäden abdecken werden, sind sie als sinnvoll anzusehen. Auch wenn eine endgültige Würdigung erst viel später erfolgen kann. Dem Staat kommt in einer solchen Ausnahmesituation eine ordnende Rolle zu.

Mehr Staat bedeutet andere Formen von Wettbewerb und Vorteilsnahme

Die unterstützenden Massnahmen der Staaten für die Wirtschaft waren notwendig, um die Volkswirtschaften zu stabilisieren. Es stellt sich jedoch im Nachgang zur Pandemie die Frage, ob der Staat auch zukünftig eine stärkere, eine dominante Rolle innerhalb der Wirtschaft einnehmen sollte oder nicht. Befürworter sehen darin den Vorteil, dass sich der Staat mehr für das Gemeinwohl seiner Bürger einsetzt, während sie Unternehmen indirekt ein hohes Mass an Egoismus und Eigennutz unterstellen. Entsprechend wären Staatsbeteiligungen an wichtigen Firmen eines Landes wünschenswert, um das Gemeinwohl zu fördern und um eine gerechtere Welt zu schaffen. Diese Ideen sind nicht neu. Auch Sozialismus und Kommunismus hatten die hehren Ziele einer besseren und gerechteren Gesellschaftsordnung und sind an der Realität der menschlichen Egoismen gescheitert. Mehr Staat bedeutet (leider) keine gerechtere Welt, sondern nur andere Formen von Wettbewerb und Vorteilsnahme.

Mehr Staat bedeutet keine gerechtere Welt.

Wo sich der Staat einbringen sollte – und wo nicht

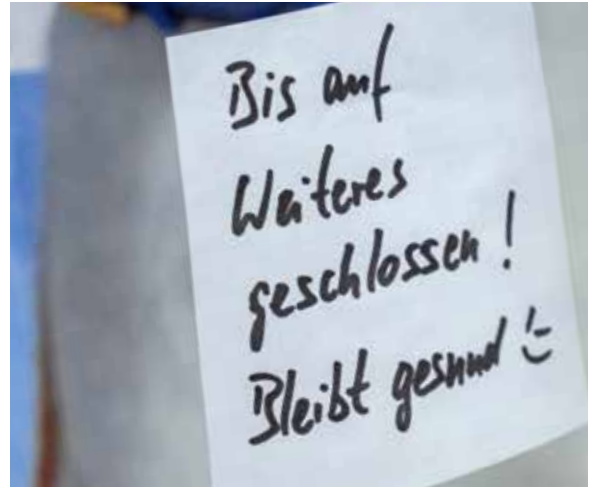
Zugleich zeigt die Nationalökonomie durchaus sinnvolle Wegleitungen auf, in welchen Bereichen sich der Staat engagieren und aus welchen er sich besser heraushalten sollte. Heraushalten sollte er sich speziell aus Bereichen, in denen Güter und Dienstleistungen in ausreichendem Masse von privater Seite hergestellt und von Konsumenten

entsprechend nachgefragt werden. Eingriffe eines scheinbar «allwissenden» Staates würden Produktions- und Lieferprozesse stören und in erheblichem Umfang zu Ineffizienzen und Wohlfahrtsverlusten führen.

Es gibt aber durchaus Bereiche, in denen der Staat aktiv sein sollte. Die Rede ist dabei von sogenannten «meritorischen Gütern». Dies ist dann der Fall, wenn Güter und Dienstleistungen nicht in einem ausreichenden und gesellschaftlich gewünschten Umfang privatwirtschaftlich bereitgestellt werden. Wobei bereits über die Begrifflichkeit «ausreichend und gesellschaftlich gewünscht» trefflich zu diskutieren wäre. Im Allgemeinen stehen hier bestimmte Infrastrukturmassnahmen, das Bildungssystem, aber auch das Gesundheitswesen im Fokus. Speziell beim Gesundheitswesen hat die Covid-19-Pandemie in vielen Ländern Defizite offengelegt. Hier ist im Nachgang der Krise ein Aufarbeiten der Versäumnisse und die Suche nach sinnvollen Lösungsansätzen angebracht.

«Mehr Staat» kann keine dauerhafte Lösung sein

Die Corona-Krise hat der globalisierten Bevölkerung schmerzhaft vor Augen geführt, wie anfällig das Wirtschafts- und Gesellschaftssystem sein kann. Staaten sind in dieser Ausnahmesituation ihrer Rolle als Retter in der Not in aller Regel gerecht geworden. Dies impliziert jedoch nicht, dass Staaten auch in normalen Zeiten eine umfassendere Rolle in Wirtschaft und Gesellschaft spielen sollten. Es gibt sicherlich Bereiche, die vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit Covid-19 einer Überprüfung hinsichtlich zusätzlicher staatlicher Massnahmen oder einer Anpassung des Ordnungsrahmens unterzogen werden müssen. Aber selbst in Bereichen wie dem Gesundheitswesen kann die einfache Formel «mehr Staat» nicht die Lösung sein. ■



Gegen den staatlich angeordneten Lockdown demonstrierten Menschen aller politischen Couleurs und aus ganz unterschiedlichen Beweggründen. Weltweit und auch in vielen Schweizer Städten – wie beispielsweise auf dem Basler Marktplatz am 16. Mai 2020.



Populisten sind ins Hintertreffen geraten

Während der Covid-19-Pandemie geriet der Populismus ins Hintertreffen. Die Zustimmungsraten von narzisstischen Politpersönlichkeiten ohne den Willen oder die Fähigkeit, im Verbund mit anderen Lösungen aus der Krise zu finden, sind im Keller. Derweil könnten besonnenes Verhalten von Regierungen in der Krise und eine weiter sachbezogene Politik bei den nächsten Wahlen honoriert werden.

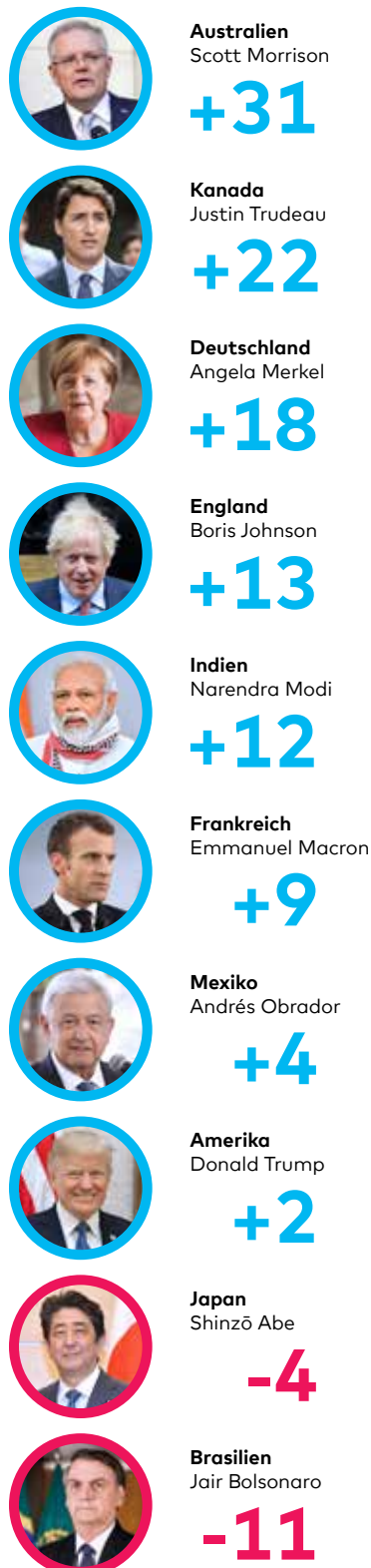
Die Covid-19-Pandemie überrollte im März die Tagespolitik nahezu global. Themen, die vorher im Zentrum der öffentlichen Meinungsbildung standen, wurden zurückgestellt. Nahezu sämtliche Regierungen der Welt wechselten in einen Notfallmodus. In engen Regierungszirkeln erarbeitete Dekrete und Verordnungen bestimmten fortan den Alltag, selbst in traditionell demokratisch aufgestellten Staaten. Mit Blick auf Personen mit einer starken Medienpräsenz wie den US-Präsidenten Donald Trump könnte der Eindruck entstehen, Populismus sei während der Krise erstarkt. Doch ist das wirklich so? Während der Eskalationsphase der Pandemie sind die Zustimmungsraten für die Regierenden in den meisten Staaten gestiegen (Abb. 1). Die Zustimmung erhöhte sich unabhängig davon, welcher Couleur die Regierung angehörte und ob diese dem populistischen Lager zuzuordnen war.

Nicht alle Staatsmänner wollen Vorbild sein.

«Das ist freiwillig. (...) Ich habe mich entschieden, es nicht zu tun.»

(3. April zur Empfehlung an die US-Bevölkerung, Stoffmasken zum Schutz gegen das Virus zu tragen). Quelle: ZDF, 4. April 2020

Abb. 1: Zuwachs der Zustimmungsraten für verschiedene Regierende von Februar bis April 2020 in Prozentpunkten



Quelle: Bank Cler, Morning Consult

Patriotismus als Reaktion gegen die Covid-19-Pandemie

Der Effekt ist aus der Historie gut bekannt: Tritt eine als von aussen wahrgenommene Bedrohung ein, steigt die Zustimmung für die Regierenden. Als Erklärung werden folgende Argumente vorgebracht:

- bei einer Bedrohung von aussen wird die Identifikation mit der eigenen Gruppe, der eigenen Nation gestärkt, Patriotismus wächst
- in der Bedrohungssituation tritt eine Fokussierung auf die Bedrohung ein, den Regierenden wird Nachsicht eingeräumt bei der Behandlung anderer, in der Situation als nachrangig wahrgenommener Probleme
- die öffentliche Meinungsbildung, der politische Diskurs wird während der Notlage ausgesetzt, konträre Stimmen der Opposition versiegen oder haben keine Plattform, oppositionelle Politiker unterstützen zeitweilig die Regierenden, womit die Regierenden relativ mehr Gehör finden, was die Opposition in den Hintergrund drängt

Unterstellt werden darf, dass einzelne Regierende diesen wohl bekannten Effekt «Rally round the flag» (frei übersetzt: das Scharen um die heimische Flagge) bewusst ausnutzten. So hat der französische Präsident Emmanuel Macron früh die Kriegsrhetorik bemüht: «Nous sommes en guerre». Der amerikanische Präsident hat durch gezielte Schuldzuweisung und Wortwahl für die Pandemie («Chinese virus») das Narrativ der Bedrohung von aussen gestärkt.

Nach der Krise gewinnen «alte Themen» an Bedeutung

In vielen Staaten erscheint die Covid-19-Pandemie Ende Juni weitgehend unter Kontrolle. Die Fallzahlen aktiv Erkrankter waren vielfach stark gesunken oder wenigstens wurde das exponentielle Wachstum gestoppt. Eine kritische Aufarbeitung des Notfallregimes im eigenen Staat beginnt, Entscheidungsfehler werden angesprochen, der Vergleich mit anderen Staaten im Umgang mit der Krise erscheint legitim. Die alten, vor der Krise bestimmenden politischen Themen gewinnen an Bedeutung, vermengen sich aber mit Fragen der Krisenaufarbeitung, wie die Verknüpfung von Klimaschutzzielen mit Corona-Wirtschaftshilfen. Der politische Diskurs lebt wieder auf.

Gutes Krisenmanagement erhöht Zustimmungsrate.

Für die Entwicklung der Zustimmungsraten für die Regierenden nach der Akutphase der Pandemie ergibt sich ein differenziertes Bild. Regierungen, die die Krise im Vergleich zu anderen Staaten besser gemeistert haben, konnten ihre erhöhten Zustimmungswerte zunächst erhalten.

Populisten, die im Krisenmanagement versagten oder auf Tauchstation gegangen sind, wurden eher abgestraft. Die Frage ist, wie nachhaltig diese politische Verschiebung sein wird. Die vor der Krise bestimmenden Themen wie die Ver-

teilung von Einkommen und Vermögen, Immigrationsfragen, Spannungen durch die unterschiedliche Wirtschaftskraft und die Staatsverschuldung in der Eurozone dürften wieder verstärkt auf der Tagesordnung stehen. Durch die Folgen des Lockdowns sind viele dieser Probleme und Verwerfungen grösser geworden, die zusätzlichen Lasten werden noch viele Jahre zu tragen sein. Die Gefahr steigt, dass Populisten wieder vermehrt Aufmerksamkeit erhalten. Die Regierungen sind gezwungen, die Probleme mutiger und konsensorientierter anzugehen und so den Populisten als Blitzableiter allgemeiner Unzufriedenheit und Ratlosigkeit ein Gegengewicht zu bieten. Inwieweit dies gelingen wird, hängt entscheidend davon ab, wie die wirtschaftliche Krise in den kommenden Monaten und Jahren gemeistert wird. ■

Street-Art als Ventil für politische Meinungsäußerung. Regime- oder regierungskritisch und zum Nachdenken auffordernd. Wie hier in São Paulo, Brasilien



Nächste Staatsfinanzkrise um die Ecke?

Konjunktur- und Notprogramme haben in wirtschaftlichen Krisenzeiten Hochkonjunktur. Das ist in der Corona-Krise nicht anders. Die Programme zur Abfederung der Corona-Krise sind beinahe täglich gewachsen. Staaten unterstützen Familien, Mieter oder Gastronomen, schicken Schecks, bezahlen Kurzarbeit und Arbeitslosengeld, retten Firmen, fördern eine Vielzahl von Branchen, setzen Handwerkerprogramme auf, finanzieren Computer von Schulen und senken Steuern. Zudem stellen Notenbanken unbegrenzt Mittel zur Verfügung – und wollen noch mehr tun, sollte dies nicht reichen. Gleichzeitig haben mehr als 100 Staaten beim Internationalen Währungsfonds (IWF) Notkredite beantragt. Dazu kommen Hilfspakete der OECD, der EU und von anderen Organisationen.

Geld- und Fiskalpolitik mit rekordhohen Hilfsprogrammen

Mehr als acht Billionen Dollar haben die Regierungen nach Schätzungen des IWF bis Juni mobilisiert. Um dies ins Verhältnis zu setzen: Gemessen an der Steuerlast des Median-Lohns müssten alle Arbeitnehmer der Schweiz rund 200 Jahre arbeiten, um diese Beträge in Form von Steuern aufzubringen. Von den Industrieländern nimmt Japan den grössten «Schluck aus der Pulle» und fördert sich mit 40 % seiner Wirtschaftsleistung. Deutschland gibt 35 % aus, die USA 15 % und Italien 7 %. Dabei ist wichtig, dass ein Grossteil der Programme aus Krediten und Bürgschaften besteht und somit erst einmal nicht zu einer steigenden Verschuldung der Staaten führt.

Staatspleiten sind keine Seltenheit

Erinnern wir uns an die letzte Krise: Auf die Schieflage von Banken im Zuge der Finanzkrise 2008/2009 wurde mit einer enormen Menge an zusätzlichem Geld und damals noch unvorstellbar grossen Hilfspaketen reagiert. Auf eine Wirtschaftskrise folgte in Europa eine Staatsschuldenkrise. Droht nach nur zehn Jahren eine Wiederholung? Die heutige Talfahrt wird mit noch mehr Geld bekämpft. Die Verschuldung steigt wie sonst nur in Kriegszeiten. Können Staaten Pleite gehen? Die Antwort darauf heisst: Ja! Staatspleiten sind wie Luxuskarossen – man sieht sie selten und doch sind sie ständig unterwegs. Die Geschichte von gebrochenen staatlichen Rückzahlungsversprechen reicht weit zurück und betrifft fast jeden Staat (Abb. 2). Oftmals waren die Staaten Wiederholungstäter.

Wie geht es weiter? Es gibt kaum eine Branche, die nicht vom Lockdown und der daraus resultierenden Geldnot betroffen ist.



Staatspleiten sind wie Luxuskarossen – selten und doch ständig unterwegs.

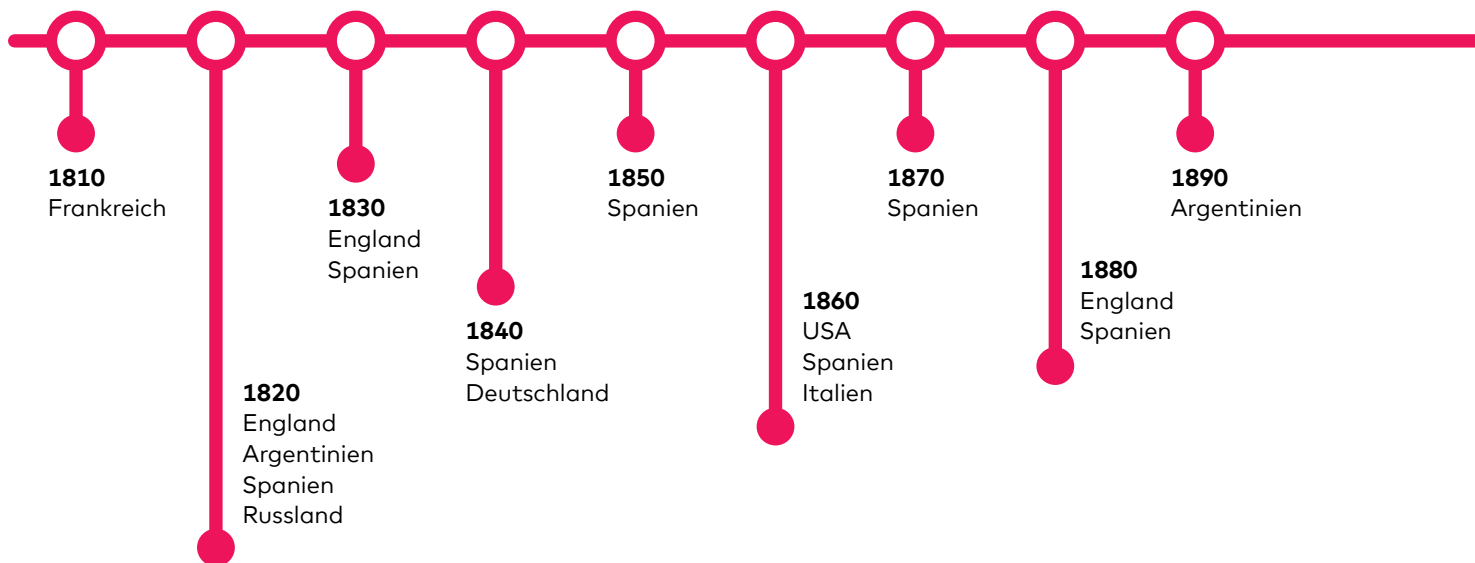
Allgemein identifiziert man fünf typische Auslöser für Überschuldungskrisen:

- politische Umwälzungen oder Willkür
- ausufernde Notenpresse finanziert historische Ereignisse oder Konjunkturprogramme
- teure Koppelung der eigenen Währung an eine Leitwährung oder einen Rohstoff
- exzessive Verschuldung in einer fremden Währung ohne entsprechendes Einkommen
- sinkendes Einkommen und steigende Ausgaben in Wirtschaftskrisen

Die Folgen von Überschuldungskrisen gleichen sich. Wirtschaftlich folgen oft eine starke Geldentwertung bis hin zur Währungsreform, Massenarbeitslosigkeit, eine Verschlechterung der Kreditqualität, ein Run auf die Ersparnisse und ein Stillstand im Handel. Politische Folgen reichen von Chaos im Land mit Plünderungen, Generalstreiks bis hin zu Umstürzen und Staatsfusionen. Praktisch alle Aufstände und Umstürze in Europa sind aus einer Situation der Überschuldung entstanden. Leidtragende waren immer die Bürger. Kommt es nicht zu einer radikalen Schuldenlösung, leiden sie unter den niedrigen Zinsen. Spart der Staat, kann er Steuern und Abgaben erhöhen oder Vermögen einziehen. Kommt es zum Schuldenschnitt oder zur Hyperinflation, verliert der Sparer sein Guthaben.

Die aufgetürmten Schuldenberge sind inzwischen in absoluten Zahlen sehr hoch. Staaten haben prinzipiell fünf Optionen, wie sie damit umgehen können.

Abb. 2: Staatspleiten im Zeitablauf

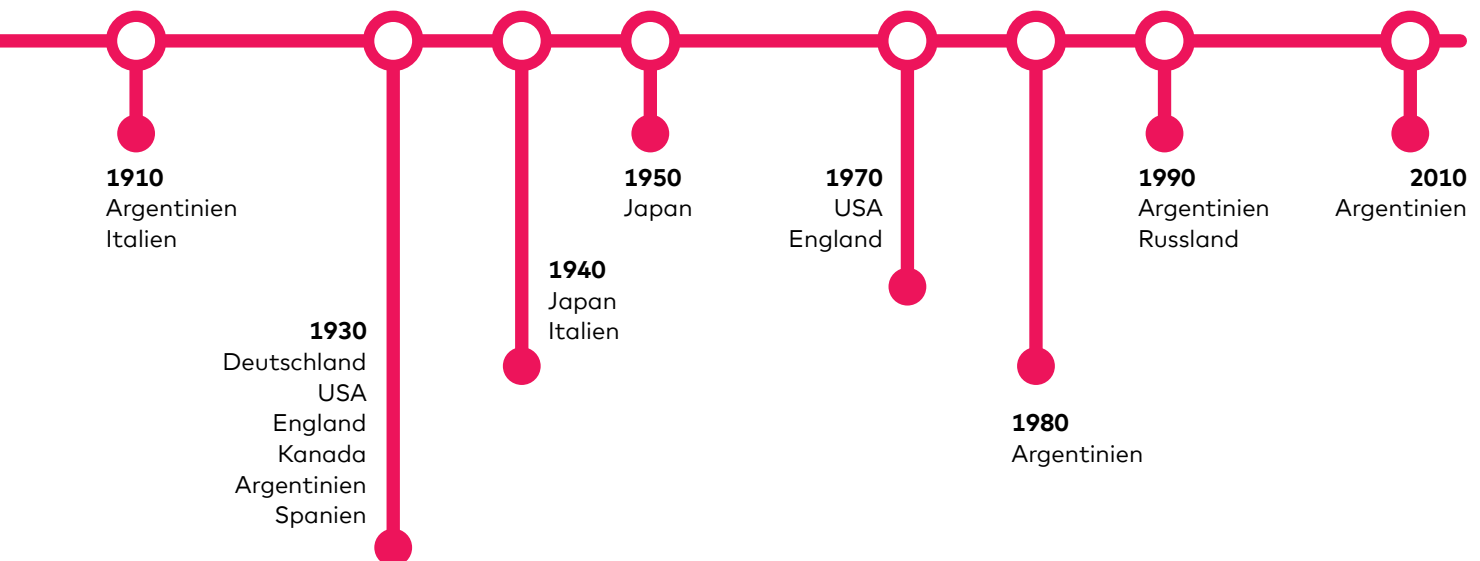


Quelle: Bank Cler, Reinhart/Rogoff

1. Weiter so: Die Politik verschuldet sich künftig weiter in der eigenen Währung. Gemäss der «modernen Geldtheorie» kann ein Staat dann nicht Pleite gehen.
2. Sparen: Der Staat erhöht die Einnahmen und senkt die Ausgaben. Es gibt kaum historische Beispiele dafür.
3. Wachstum: Ist das Wachstum höher als der Zins, lässt eine milde Inflation den Schuldenberg langsam von alleine schmelzen.
4. Hyperinflation: Alle Verbindlichkeiten werden in kurzer Zeit wertlos. Allerdings zum Preis von wirtschaftlichen Verwerfungen.
5. Schuldenschnitt: Ein Zahlungsstopp, der häufig noch mit der Einführung von sogenanntem Fiat-Geld, einem Zahlungsmittel ohne inneren Wert, einhergeht.

Tiefe Zinsen relativieren das Risiko einer erneuten Schuldenkrise

Trotz der expansiven Politik entsteht bislang weder Inflation noch steigen die Zinsen. Schulden sind tragfähig, solange die Zinsen bezahlt werden. Daher sollten wir uns auf eine sehr lange Phase tiefer Zinsen einstellen, ohne dies als selbstverständlich anzunehmen. Die aktuell sehr tiefen Zinsen relativieren das Risiko einer erneuten Schuldenkrise. Es macht einen Unterschied, ob Staaten 5% oder 10% für Kredite zahlen müssen oder ob sie diese faktisch zum Nulltarif erhalten. Vor diesem Hintergrund ist momentan die Wahrscheinlichkeit gering, dass eine nächste Staatsfinanzkrise um die Ecke lauert. Der Blick zurück lehrt: Wann immer neue Schulden dazu dienten, alte Schulden zu begleichen, brach das Schneeballsystem zusammen. Es gilt deshalb, ein wachsames Auge auf die weitere Entwicklung zu haben. Ein Sprichwort sagt: Der Krug geht so lange zum Brunnen, bis er bricht. Die Menschen in Argentinien, Venezuela oder Simbabwe können ein Lied davon singen. Auch Politiker hatten dies schon einmal erkannt. Das G20-Treffen in Toronto forderte 2010, die jährlichen Defizite bis 2013 zu halbieren und die Schulden relativ zur Wirtschaftsleistung bis 2016 zu verringern. Passiert ist in aller Regel das Gegenteil. ■



Covid-19 und die Folgen für die Mittelschicht

Die Globalisierung der Wirtschaft ging seit den 1980er-Jahren Hand in Hand mit dem Aufstieg Chinas. Sie führte zu bedeutenden Verschiebungen von Einkommen und Lebensstandards. In China entstand eine neue breite, konsumfreudige Mittelschicht. In Europa und den USA war hingegen der Wohlstandsgewinn der Mittelschicht gering oder sogar rückläufig. Im Folgenden gehen wir der Frage nach, ob sich diese Trends im Zuge der Corona-Pandemie verstärken.

Wie der Reichtum von Nationen bestimmt und vermehrt werden kann, ist eine klassische Fragestellung der Wirtschaftswissenschaften. Die Erarbeitung eines fundierten weltweiten Überblicks über die Verteilung und die Veränderung der Pro-Kopf-Einkommen während der vergangenen Jahrzehnte stellt eine statistische Herkulesaufgabe dar. Der Vergleich von Daten zu verfügbaren Einkommen über verschiedene Länder bedingt einen Abgleich der realen Kaufkraft verschiedener Währungen und die Berücksichtigung von nationalen Eigenheiten der Steuer- sowie Sozialsysteme. Die Arbeiten des serbisch-US-amerikanischen Ökonomen Branko Milanovic haben zu einem besseren Verständnis über die Auswirkungen der Globalisierung auf die Einkommen und letztlich auf die Wohlstandstrends in verschiedenen Nationen beigetragen.

Die globale Einkommensverteilung als Strasse mit 100 Häusern gedacht

Ein Hauptresultat der Forschung über Einkommensungleichheit wird mit der sogenannten Elefantengrafik¹ veranschaulicht (siehe Abb. 3). Die Abbildung zeigt den Anstieg der verfügbaren Einkommen im Zeitraum von 1988 bis 2008 pro Einkommensklasse von 1998. Es werden 100 Einkommensklassen als Perzentile der globalen Einkommensverteilung betrachtet. Konzeptionell wird so jedem Menschen das Perzentil seines individuellen Einkommens relativ zur globalen Einkommensverteilung zugeord-

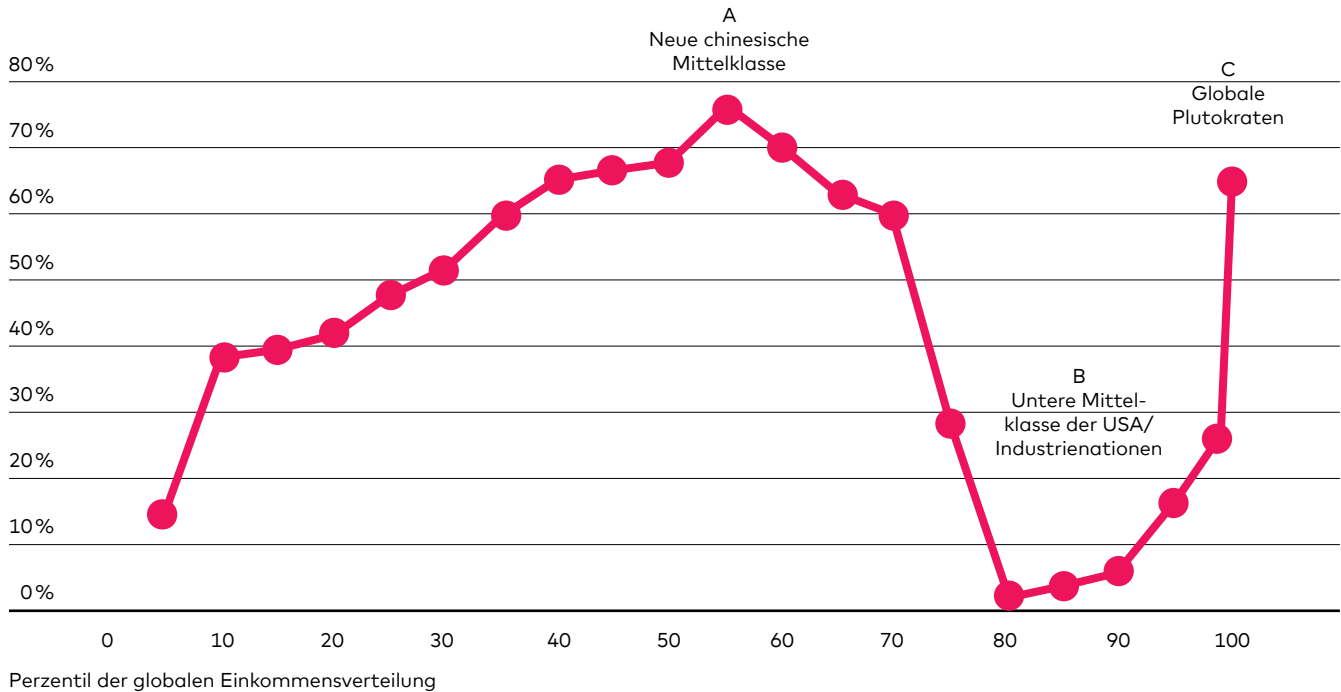
net. Diese Einteilung kann man sich als einen Rang auf einer weltweiten Rangliste der Pro-Kopf-Einkommen vorstellen. In der untersten Einkommensklasse 1 zu liegen, bedeutet, einkommensärmer zu sein als 99% der Weltbevölkerung. In der höchsten Einkommensklasse 100 zu rangieren, bedeutet, einkommensreicher zu sein als 99% der Menschheit.²

Man kann sich die weltweite Einkommensverteilung als eine Strasse mit 100 Hausnummern vorstellen, als Welt-Strasse 1 bis Welt-Strasse 100. In jedem dieser 100 Häuser wohnen etwa 78 Millionen Menschen mit ähnlich hohem verfügbarem Einkommen. Im Haus mit der Nummer 100 «wohnen» diejenigen 78 Millionen Menschen mit den höchsten Einkommen, im Haus mit der Nummer 1 diejenigen 78 Millionen Menschen mit den tiefsten Einkommen. Eine Einteilung in 100 aufsteigende Einkommensklassen kann für jedes Land auch separat gedacht werden. Man kann sich die Einkommensverteilung in den USA als Amerika-Strasse 1 bis Amerika-Strasse 100 denken, sodass bei jeder Hausnummer etwa 3,3 Millionen Amerikaner «wohnen». An der Schweiz-Strasse 1 bis 100 würden etwa 86 000 Menschen je Hausnummer leben. Oft findet die politische Diskussion über Einkommensverteilung und Verteilungsgerechtigkeit nur bzgl. der eigenen nationalen Einkommensverteilung statt. Dies kann den Blick von den stärksten globalen Trends ablenken.



Abb. 3: Wachstum des Realeinkommens für verschiedene Perzentile der globalen Einkommensverteilung, 1988–2008

Kumulativer Zuwachs des Realeinkommens 1988–2008
(%, kaufkraftparitätenbereinigt, Basis 2005)



Quelle: u.a. Lakner/Milanovic: World Bank Policy Research Working Paper 6719 (2013), Bank Cler

Neue globale Mittelschicht

Die globale Perspektive, die Abbildung 3 zugrunde liegt, zeigt auf, welche Einkommenseffekte die Globalisierung für jede Hausnummer an der Welt-Strasse hatte. Der prozentuale Anstieg der Einkommen bei den Einkommensklassen 30 bis 70 war am stärksten. Die «neue globale Mittelklasse» durchlief über 20 Jahre kumuliert einen Anstieg von etwa 50 % bis 80 % beim realen verfügbaren Einkommen. Dabei ist das verfügbare Jahreseinkommen pro Kopf der globalen Einkommensklasse 55 (Abb. 3, Bereich A) im Vergleich zur westlichen Mittelklasse tief, es liegt heute bei weniger als 3000 USD pro Jahr. Das verfügbare Jahreseinkommen für einen Vier-Personen-Haushalt beträgt rund 12 000 USD pro Jahr, es liegt im Bereich des mittleren verfügbaren Haushaltseinkommens der chinesischen Mittelklasse. Diese repräsentiert einen grossen Teil der «neuen globalen Mittelklasse».

Die untere westliche Mittelschicht als Verlierer der Globalisierung

Die Elefantengrafik zeigt auch, dass die globalen Einkommensklassen 80 bis 90 zu den relativen Verlierern gehören (Abb. 3, Bereich B). Sie konnten zwar zwischen 1988 und 2008 einen realen Anstieg der Einkommen verzeichnen, er fiel aber bescheiden aus und wurde oft als Rückschritt erlebt. Die globalen Einkommensklassen 80 bis 90 liegen im Bereich eines verfügbaren Pro-Kopf-Jahreseinkommens von etwa 6000 bis 15 000 US-Dollar. Für einen

Vier-Personen-Haushalt entspricht dies 24 000 bis 60 000 US-Dollar pro Jahr, dem Einkommensniveau von US-Haushalten in der unteren Mittelklasse. Dieses Verlusterlebnis breiter Teile der US-Mittelschicht gilt für einige Beobachter als eine Erklärung für den Erfolg Donald Trumps und seiner globalisierungsfeindlichen Weltanschauung.

Die Ungleichheit in der Einkommensverteilung kann auf viele Arten untersucht werden. So kann man feststellen, dass das Jahreseinkommen aller «Bewohner» von Amerika-Strasse 100 etwa doppelt so hoch ist wie das aller «Bewohner» von Amerika-Strasse 1 bis 50 zusammen. Vor 40 Jahren hatte Amerika-Strasse 100 «nur» die Hälfte der kumulierten Einkommen von Amerika-Strasse 1 bis 50. Die heutige Debatte in den USA über die 1 %-Gesellschaft reflektiert diesen extremen Einkommenszuwachs in den obersten US-Einkommensklassen.³ Interessant ist auch, wie viele Menschen in einem Land im Haus mit der Nummer 100 oder in den Häusern Welt-Strasse mit den Nummern 90 bis 100 «wohnen» (siehe Abb. 4). Man erkennt, dass 1990 das Einkommen der Mehrheit der Chinesen in den globalen Einkommensklassen 5 bis 35 lag. Inzwischen sind die Chinesen in der «Welt-Strasse» in höhere Hausnummern «umgezogen» und «bewohnen» vor allem die Welt-Strassen 40 bis 80. Somit entspricht das Einkommen der globalen Mittelschicht etwa dem Lebensstandard der chinesischen Mittelklasse.

Plutokraten als Hauptgewinner der Globalisierung

Die Einkommensklasse der sogenannten Plutokraten umfasst 0,01 % der Weltbevölkerung und ist einkommensstärker als 99,99 % der Menschheit. Diese Gruppe umfasst etwa 800 000 Menschen und hat ein verfügbares Jahreseinkommen pro Kopf von mindestens 10 Millionen US-Dollar. Diese Einkommensklasse «bewohnt» im Haus Nummer 100, das wir uns mit 100 Etagen denken, die exklusivste Etage 100, das Penthouse. Diese kleine Gruppe erzielte eine der stärksten prozentualen Wachstumsraten ihrer Einkommen (Abb. 3, Bereich C). Aufschlussreich ist auch, wie sich der absolute globale Anstieg der Einkommen seit 1988 prozentual auf die 100 globalen Einkommensklassen verteilt. Die Bewohner der Welt-Strasse 1 bis 20 erhielten weniger als 1 % der zusätzlichen «Lohnsumme». Etwas weniger als ein Viertel ging an Welt-Strasse 21 bis 75. Gut drei Viertel des Einkommenszuwachses ging an das eine Viertel der Weltbevölkerung, das die Welt-Strasse 76 bis 100 «bewohnt». Allein die Hausnummern 99 und 100 erhielten etwa 44 %.

Nationale Ungleichheit der Einkommen seit 1980 ausgeprägter, globale Ungleichheit reduziert

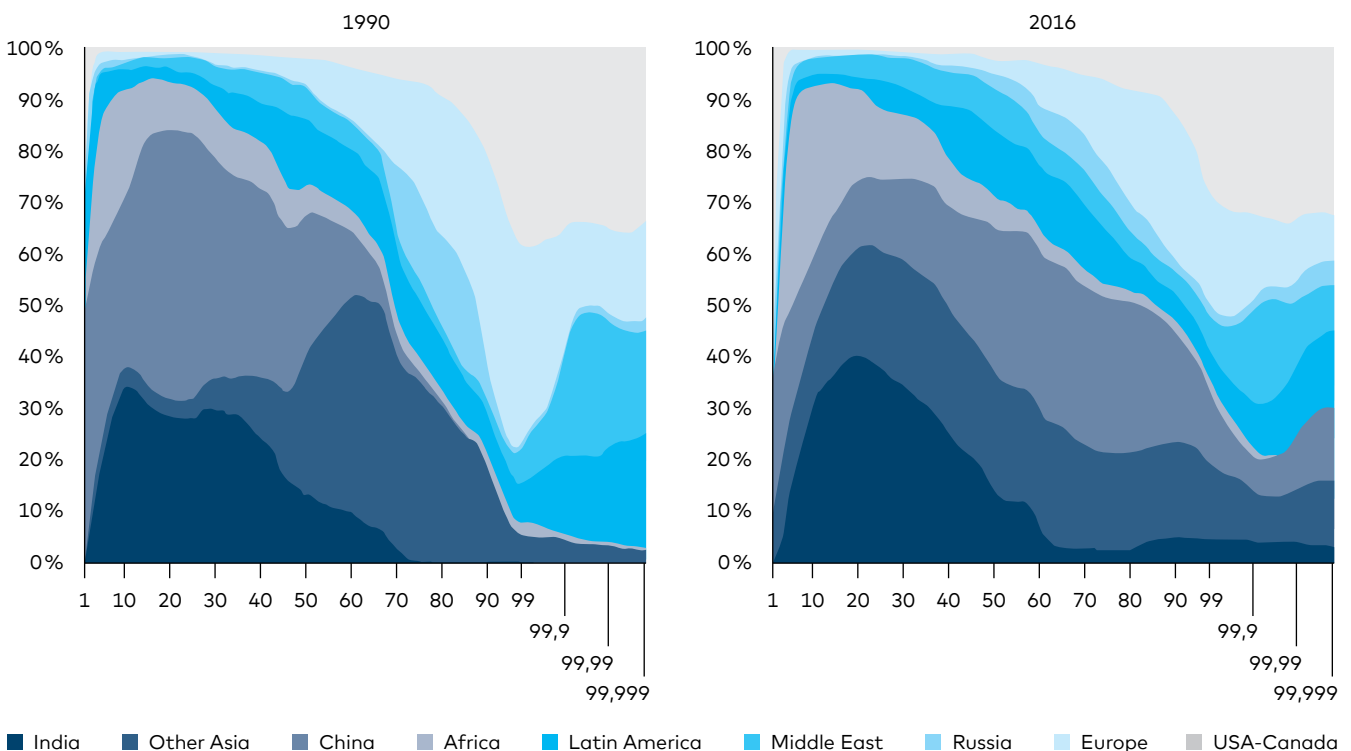
Wenn man die globalen und die nationalen Einkommensverteilungen seit 1980 betrachtet, stellt man eine ausgeglichene globale Einkommensverteilung fest. In vielen westlichen Staaten ist sie dagegen deutlich ungleicher geworden. Die neue globale Mittelschicht, mit der chinesischen als Aushängeschild, nimmt die Globalisierung meist

als grossen nationalen Erfolg wahr. Die untere Mittelschicht in den USA und in Europa erlebt die Globalisierung dagegen häufig als Bedrohung ihres Lebensstandards. Relativ zu einkommensstärkeren Klassen, die von der Globalisierung stark profitierten, hat die untere Mittelschicht in Westeuropa und noch stärker in den USA deutlich an Boden verloren. Der amerikanische Traum wurde in den Augen vieler US-Bürger faktisch unerreichbar. Dagegen kamen etwa 300 Millionen Chinesen aus unsäglicher Armut innerhalb von 40 Jahren zu relativem Wohlstand, mit einem Einkommen, das heute immer noch um ein Vielfaches tiefer ist als jenes der unteren US-Mittelschicht.

Corona-Auswirkungen: Globale Ungleichheit sinkt, nationale Ungleichheit im Westen steigt weiter

Es zeichnet sich ab, dass bevölkerungsreiche Länder in Asien gesundheitlich und wirtschaftlich von der Pandemie weniger stark betroffen wurden. Der Einbruch der Wirtschaftsaktivität durch die Lockdowns ist vor allem in Europa und den USA sehr stark. Fragt man sich, wie Menschen die tiefe Rezession erleben, dann ziehen die 4,4 Milliarden Bewohner Asiens vermutlich ein deutlich weniger pessimistisches Fazit als die 800 Millionen Menschen in den USA und der EU. Es spricht einiges dafür, dass sich die gestiegene Einkommensungleichheit in Europa und den USA infolge der Pandemie noch akzentuiert. Auf globaler Ebene dürfte die neue globale Mittelschicht einen stetigen, aber langsameren Einkommenszuwachs erfahren, was die globale Ungleichheit weiter reduzieren

Abb. 4: Geographische Aufteilung der weltweiten Einkommensgruppen



Quelle: World Inequality Report 2018, Bank Cler

würde. Der Umstand, dass die westliche, in den 1980er-Jahren neoliberal geprägte Wirtschaftsordnung zum vielleicht grössten globalen Einkommensausgleich der Geschichte geführt und etwa 3 Milliarden Menschen von tiefster Armut befreit hat, wirkt paradox. Es war wohl kaum so beabsichtigt und wird im linken und rechten politischen Lager verschieden interpretiert. Branko Milanovic weist dabei auf die satirische Bienenfabel von Bernard Mandeville hin.⁴ Am Beispiel der Einkommensentwicklung sieht man, dass die Mechanismen der Globalisierung komplex und verwirrend sowie ethisch nur schwer zu beurteilen sind. Mandeville hat mit seiner Fabel früh auf auftretende Paradoxien zwischen Ethik und sozialen Gegebenheiten in erfolgreichen Wirtschaftssystemen hingewiesen.

Mehr soziale Marktwirtschaft und höhere Steuern in den USA?

Wir erwarten in den USA im Zuge der Pandemie mehr soziale Spannungen und eine intensiviertere Debatte zu Fragen der nationalen Einkommensungleichheit, zur ausgleichenden Funktion von Steuern und zu den Erwartungen an eine staatliche Bildungs- und Sozialpolitik. Die Präsidentschaftswahl im November könnte Zeichen für neue politische Trends in den USA setzen. Die deutlich gestiegene US-Staatsverschuldung könnte mittelfristig zu höheren Steuern führen. Der Spitzeneinkommenssteuersatz wurde in der Amtszeit von Ronald Reagan von 70 % auf 40 % gesenkt. Kritiker sehen darin den Hauptgrund für die Verarmung vieler staatlicher US-Institutionen, vor allem des öffentlichen Bildungssystems und des Gesundheitssystems. Während der Blütezeit des «American Way of Life», nach dem zweiten Weltkrieg bis Ende der 1960er-Jahre, lag der US-Spitzensteuersatz lange bei 90 %. Dennoch war diese Periode⁵ von starkem Wirtschaftswachstum und breitem Einkommensanstieg begleitet. Die Zeichen mehren sich, dass in den USA eine tiefgehende Debatte über die wirtschaftliche Ausrichtung des Landes anstehen könnte.

Handlungsfähigere EU als Folge von Brexit und Corona

Auch in der EU ist durch die Corona-Krise ein Finanzausgleich zwischen Nationen möglich oder aus Sicht der skeptischeren, wirtschaftlich stärkeren Länder, auch im eigenen Interesse, unausweichlich geworden. Vor allem Italien und Spanien, aber auch Frankreich und Griechenland sollen Hauptempfänger solcher Transferzahlungen sein. Die Pandemie könnte die EU nicht nur kurzfristig zu Fiskaltransfers zwingen, sie könnte eine stärkere Fiskalunion in der EU einläuten. Es ist denkbar, dass der Brexit diese stärkere Einigkeit der EU in zentralen strukturellen Fragen überhaupt erst möglich gemacht hat. ■

¹ Aus dem Buch von Branko Milanovic: Global Inequality. A New Approach for the Age of Globalization. Belknap Press of Harvard University Press 2016.

² Wenn man die weltweite Einkommensverteilung studiert, stellt man sich vor, dass jeder Mensch aus der heutigen Weltbevölkerung in genau eine der 100 Einkommensklassen eingestuft wird. Daten zu Haushaltseinkommen werden dabei durch Mittelung über die Anzahl Personen in Pro-Kopf-Einkommen umgerechnet. Kinder werden auf diese Weise mitgezählt. Jede der 100 globalen Einkommensklassen umfasst dann gleich viele Mitglieder (ca. 78 Millionen Menschen) und jede der 100 Klassen verfügt über ihr charakteristisches, durchschnittliches verfügbares Pro-Kopf-Jahreseinkommen.

³ In Westeuropa ist die Ungleichheit in dieser Hinsicht geringer als in den USA. Die Bewohner der Westeuropa-Strasse 100 haben zusammen ein Jahreseinkommen, das etwa der Hälfte des gesamten Jahreseinkommens von Westeuropa-Strasse 1 bis 50 entspricht. Dieses Verhältnis hat sich seit 1980 in Europa im Gegensatz zu den USA nur wenig verändert.

⁴ Darin beschreibt Mandeville am Beispiel eines Bienenstaates eine wohlhabende, aber gewissenlose Gesellschaft, in der die Reichen sich allem erdenklichen Luxus hingeben, die Armen aber schuften müssen, um überhaupt existieren zu können. In satirischer und provokativer Weise verteidigt Mandeville aber Ungerechtigkeit, Laster und Gier als den Motor für die indirekte Schaffung von Wohlstand (Die Bienenfabel, oder Private Laster, öffentliche Vorteile. Ersterscheinung 1714).

⁵ In den USA wird diese Periode mit starkem Wachstum und hohen Steuern von Ökonomen auch «Golden Age» genannt. Die USA erreichten in dieser Zeit einen unangefochtenen weltweiten Spitzenplatz in der Bildung und im Gesundheitswesen.



Erlebten die US-Amerikaner bis Ende der 60er-Jahre die «Golden Ages», so sind es heute die Chinesen, die es innert 40 Jahren aus unsäglicher Armut zu relativem Wohlstand geschafft haben. Sie verkörpern damit die globale Mittelschicht.



Pandemie erhöht Bedarf für private Vorsorge

Die massive Erhöhung der Staatsschulden durch die Covid-19-Pandemie sorgt langfristig für zusätzlichen Spardruck. Kombiniert mit der gestiegenen Lebenserwartung und sinkenden Geburtenraten werden einschneidende Reformen der staatlichen Altersversorgung unvermeidlich. Entsprechend wichtiger wird die private Vorsorge.

Unterschiedliche Sozialsysteme, ähnliche Probleme

Infolge der industriellen Revolution wurden seit dem 19. Jahrhundert erste sozialpolitische Leistungen zur Absicherung von Risiken wie Armut, Krankheit, Unfall, Alter oder Arbeitslosigkeit eingeführt. Sozialausgaben sind heute der grösste Posten in staatlichen Budgets. Im OECD-Durchschnitt entsprechen sie 20% der Wirtschaftsleistung, rund 60% staatlicher Steuern und Abgaben dienen ihrer Finanzierung. Insbesondere in der Nachkriegszeit, dem «Goldenen Zeitalter» des Wohlfahrtsstaats, wurden Sozialleistungen in den westlichen Industrienationen deutlich erweitert. Dabei haben historische, kulturelle und institutionelle Rahmenbedingungen zu einer unterschiedlichen Interpretation und Gewichtung der sozialstaatlichen Gerechtigkeits- und Wachstumsziele im Zeitablauf und in verschiedenen Ländern geführt. So hat Leistungsgerechtigkeit gegenüber Bedarfsgerechtigkeit und Chancengleichheit in den liberalen, marktorientierten angelsächsischen Ländern meist einen höheren Stellenwert als in Kontinentaleuropa und Skandinavien.

Die stärkere europäische Neigung zu Umverteilung und Regulierung wird unter anderem auch durch das dort dominierende Verhältniswahlrecht und das resultierende Erfordernis zur Bildung von (Umverteilungs-)Koalitionen gestützt, wohingegen in der Schweiz direktdemokratische Vetorechte für eine Drosselung der Sozialausgaben sorgen. Daher variieren die Sozialleistungsquoten in Bezug auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den alten OECD-Ländern beträchtlich zwischen 12 % für die Türkei und 31 % für Frankreich.

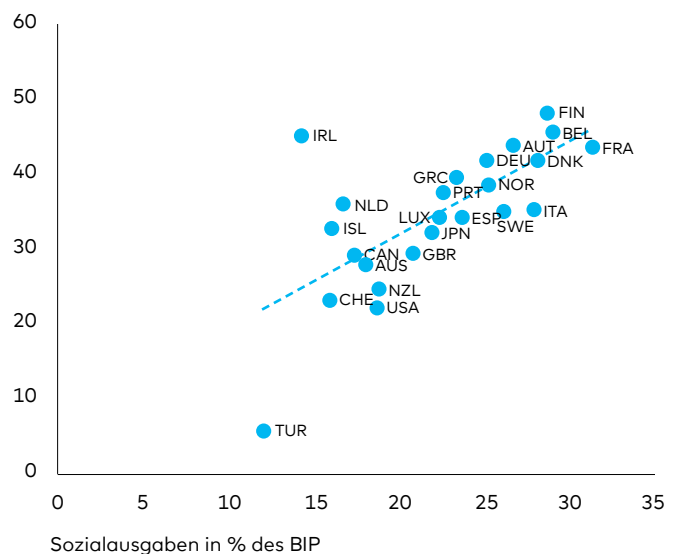
Höherer Finanzbedarf schlägt sich in höheren Steuern nieder.

Ein höherer Finanzbedarf schlägt sich in höheren Steuer- und Abgabenlasten nieder. Sozialstaatliche Umverteilung wird häufig mit einer «Duldungsprämie» der Reichen an

die Armen begründet, die den sozialen Frieden sichert und z.B. die Kosten für die Durchsetzung von Eigentumsrechten mässigt. Jedoch tendieren Nationen mit grosszügigeren Sozialsystemen paradoxerweise zu einer stärkeren Besteuerung der Massenbevölkerung. Dort sind Vermögenssteuern oft weniger ausgeprägt, ferner wird bei der Finanzierung des Staats meist stark auf Sozialbeiträge und Verbrauchssteuern gesetzt, die die unteren Einkommensschichten relativ stärker treffen als die Reichen. Insgesamt erzielten Staaten mit ausgeprägten Sozialsystemen dennoch eine ausgewogenere Einkommensverteilung (siehe Abb. 5). Allen Staaten gleich ist in der Zukunft jedoch das Problem der Finanzierung.

Abb. 5: Stärkere Reduktion der Ungleichheit in Ländern mit höheren Sozialausgaben

Reduktion des Gini-Koeffizienten durch Steuern und Transferleistungen in %



Quelle: Bank Cler, OECD. Jüngste verfügbare Daten (2015-2018)

Sozialstaat kommt stärker unter Druck

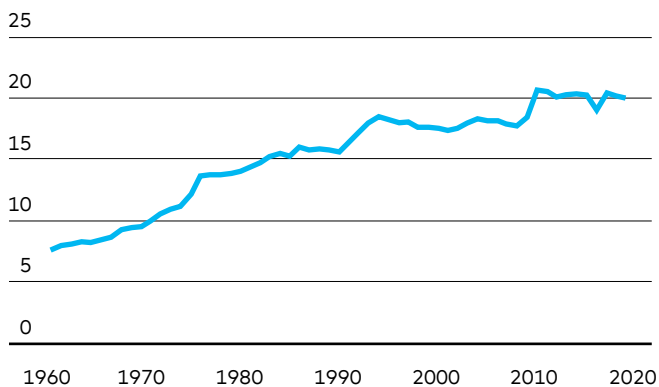
Bereits seit dem Ölpreisschock Mitte der 1970er-Jahre kam der Ausbau des Sozialstaats aufgrund vielfältiger Herausforderungen unter Druck. Die strukturelle Verschiebung der Wirtschaft vom Industrie- zum Dienstleistungssektor brachte geringere Produktivitätszuwächse und damit niedrigeres Wirtschaftswachstum und Staatseinnahmen mit sich. Der technologische Wandel trug zu veränderten Qualifikationsanforderungen und struktureller Arbeitslosigkeit bei. Die Globalisierung erhöhte den Wettbewerbs- und Kostendruck. Vielfach wurde das Augenmerk auf den Anreizkonflikt der Umverteilungsmassnahmen gelenkt – die sinkende Bereitschaft zu Mehrarbeit sowohl bei steigenden Transferleistungen auf der Empfängerseite als auch bei steigenden Steuern auf der Seite der Nettozahler. Man versuchte, den durch sinkende Einnahmen und steigende Ausgaben belasteten Staatsfinanzen entgegenzuwirken. Mit Liberalisierung und Deregulierung beabsichtigte man, das Wirtschaftswachstum anzukurbeln und sich

bei Sozialausgaben vermehrt in Austerität, also Sparsamkeit, zu üben. Dabei kollidieren die negativen Verteilungseffekte dieser Massnahmen mit ihren Wachstumszielen.

Altersvorsorge wird zur grossen Herausforderung

Eigentümlicherweise verstärken Sozialleistungen oft deren Bedarf und trugen damit zu einem weiteren Anstieg der Ausgaben auch nach dem «Goldenen Zeitalter» bei. Mit 37% im OECD-Durchschnitt der grösste Sozialausgaben-Block und auch die grösste Herausforderung ist die Altersversorgung (siehe Abb. 6). Die aufgrund guter Gesundheitsversorgung gestiegene Lebenserwartung und – infolge mangelnder Notwendigkeit eigener Kinder für die Altersversorgung – gesunkenen Geburtenraten lassen hier eine weitere Zuspitzung erwarten. Auch Massnahmen zur Erhöhung der Erwerbsquote, Anreize für mehr Kinder oder gezielte Steuerung von Migration werden weitere einschneidende Reformen der Altersversorgung nicht vermeiden können.

Abb. 6: OECD – Sozialausgaben in % des BIP



Anteile an den Sozialausgaben (OECD-Durchschnitt, 2015)



Quelle: Bank Cler, OECD, OWID, World Bank. Ausgabenquote: Daten vor 1980 adjustierter BIP (World Bank)-gewichteter Durchschnitt vorhandener Länderdaten (OWID), ab 1980 OECD

Private Vorsorge gewinnt weiter an Bedeutung

Die Covid-19-Krise trägt zur weiteren Anspannung der Situation bei, da die Ausgaben für Konjunkturförderprogramme und die infolge des Wachstumseinbruchs sinkenden Steuereinnahmen den fiskalischen Handlungsspielraum weiter einschränken.

Der Anstieg der Ausgaben für Kurzarbeit und Arbeitslosigkeit wird im besten Fall nur temporärer Natur sein, strukturelle Veränderungen können jedoch nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Deglobalisierungstendenzen zur Sicherung von Lieferketten könnten Wettbewerbsdruck abbauen, was aber langfristig nicht nur vorteilhaft ist. Die Altersvorsorge bleibt die zentrale Herausforderung. Wir werden künftig selbst mehr Vorsorgeverantwortung übernehmen müssen. Die private Vermögensanlage wird unverzichtbar. ■



Die staatlichen Sozialausgaben steigen stetig und damit auch die Bedeutung der privaten Vorsorge. Um den gewohnten Lebensstandard auch in Zukunft halten zu können, ist Eigenverantwortung gefragt.

Corona-Krise beschleunigt Chinas Aufholjagd

Die Covid-19-Pandemie hat die globale Wirtschaft massiv getroffen. Während China die erste Welle der Gesundheitskrise überstanden hat und seine Volkswirtschaft wieder hochfährt, leidet die US-Ökonomie noch schwer unter den Folgen der Lockdown-Bestimmungen. Zudem könnte eine zweite Welle in den USA stärker ausfallen als in China.

China und die USA mit schwachem erstem Quartal 2020

Im Startquartal 2020 legte die US-Wirtschaftsleistung noch um 0,2 % (real, sprich inflationsbereinigt; year-over-year, kurz YoY) zu. Für das zweite Quartal wurde dagegen Ende Juni durchschnittlich mit einem Einbruch des Bruttoinlandprodukts (BIP) von über 10 % (real; YoY) gerechnet. Anders in China: Von Januar bis März 2020 brach die Wirtschaftsleistung Corona-bedingt um 6,8 % (real; YoY) ein. Für das zweite Quartal wurde (Stand 30.06.) wieder ein leichtes Wachstum prognostiziert. Aufgrund

der relativen wirtschaftlichen Stabilisierung Chinas, der absehbar schwächeren US-Wirtschaft, der Gefahr einer neuen Weltwirtschaftskrise und einer tiefen politischen Krise in Amerika kommen Marktbeobachter wie der «Financial Times»-Kommentator Gideon Rachman zum Schluss: Unbesehen von den zusätzlichen Problemen (Handelskonflikt mit den USA, Hongkong-Demonstrationen, Probleme im Bankensektor) wird China die USA aufgrund der Corona-Krise früher als grösste Volkswirtschaft der Welt ablösen als bisher angenommen.





Überholt China die USA noch in den 2020er-Jahren?

Bislang wurde der Zeitpunkt, wann das chinesische das amerikanische BIP übertrumpft, auf die Jahre zwischen 2030 und 2040 veranschlagt. Mit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie könnte nun die wirtschaftliche Wachablösung noch in den späten 2020er-Jahren erfolgen. Dies für den Fall, dass sich die US-Wirtschaft nicht so rasch erholt wie erhofft und sich die chinesische Ökonomie schneller erholt als erwartet. Ersteres Szenario zeichnet

sich derzeit nicht ab. Zumindest nicht gemäss US-Notenbank. Sie liess Mitte Juni verlauten, dass sie die Zinsen so lange nahe der Nullgrenze halten will, bis die Ziele der Vollbeschäftigung und der Preisstabilität «auf dem besten Weg sind, erreicht zu werden». Bis diese Ziele erreicht sind, wird es laut dem Fed noch Jahre dauern. Somit könnte China die USA in der Tat rascher überholen als bislang erwartet (siehe Kasten: China vs. USA: Wachstumsszenarien ohne Corona-Krise).

USA vs. China: Wachstumsszenarien vor der Corona-Krise

Wer ist die grösste Wirtschaftsmacht der Welt? Noch hat China die USA bezüglich der absoluten Höhe des Bruttoinlandprodukts nicht überholt. Anders sieht es aus, wenn man die Kaufkraft (sprich die jeweiligen Entwicklungen von Inflation und Währungen) (mit)berücksichtigt, hier liegt China laut dem Internationalen Währungsfonds bereits seit 2015 vor den USA, und somit an der Weltspitze. Doch auch in absoluten Zahlen ist das Land des Drachen drauf und dran, die USA schon bald zu übertrumpfen. Bis vor der Pandemie galten folgende Szenarien (immer unter der Annahme, dass sich Inflation und Währungen «neutralisieren»): Im Jahr 2018 lag das US-BIP bei USD 20,54 Bio., dasjenige von China bei USD 13,61 Bio. Angenommen, die US-Wirtschaft würde jährlich mit 2 % und die chinesische mit 4 % wachsen, dann würde China die USA im Jahr 2041 überholen. Lägen die Wachstumszahlen bei 2 % (USA) respektive 5 % (China), wäre

es im Jahr 2034, bei 2 % und 6 % wäre es im Jahr 2030 so weit. Für die Wachstumszahlen 3 % (USA) respektive 5 %, 6 % und 7 % (China), lägen die Jahreszahlen bei 2041, 2034 respektive 2030. Wichtig: Damit China sein Jahresziel von 9 Millionen neuen Arbeitsplätzen erreichen kann, benötigt das Reich der Mitte ein BIP-Wachstum von rund 3 %. Dieses Wachstum dürfte mittelfristig problemlos erreicht werden. In einer Studie geht McKinsey davon aus, dass die chinesische Mittelschicht von heute rund 450 Millionen bis im Jahr 2022 auf rund 550 Millionen Menschen anwächst. Auch darüber hinaus bleibt das Wachstumspotenzial bei einer Bevölkerung von rund 1,4 Milliarden Menschen (Quelle: Weltbank; Stand 2018) weiterhin riesig. Zum Vergleich: Die USA zählt rund 320 Millionen Einwohner, wovon laut dem US-Forschungsinstitut PEW rund 52 % oder 166 Millionen Menschen der Mittelschicht angehören.



China auf dem Weg zur Weltwirtschaftsspitze. Mit staatlichen Konjunkturprogrammen, hochentwickelten Produkten und einem niedrigen Pro-Kopf-Einkommen.



China hat es selber in der Hand

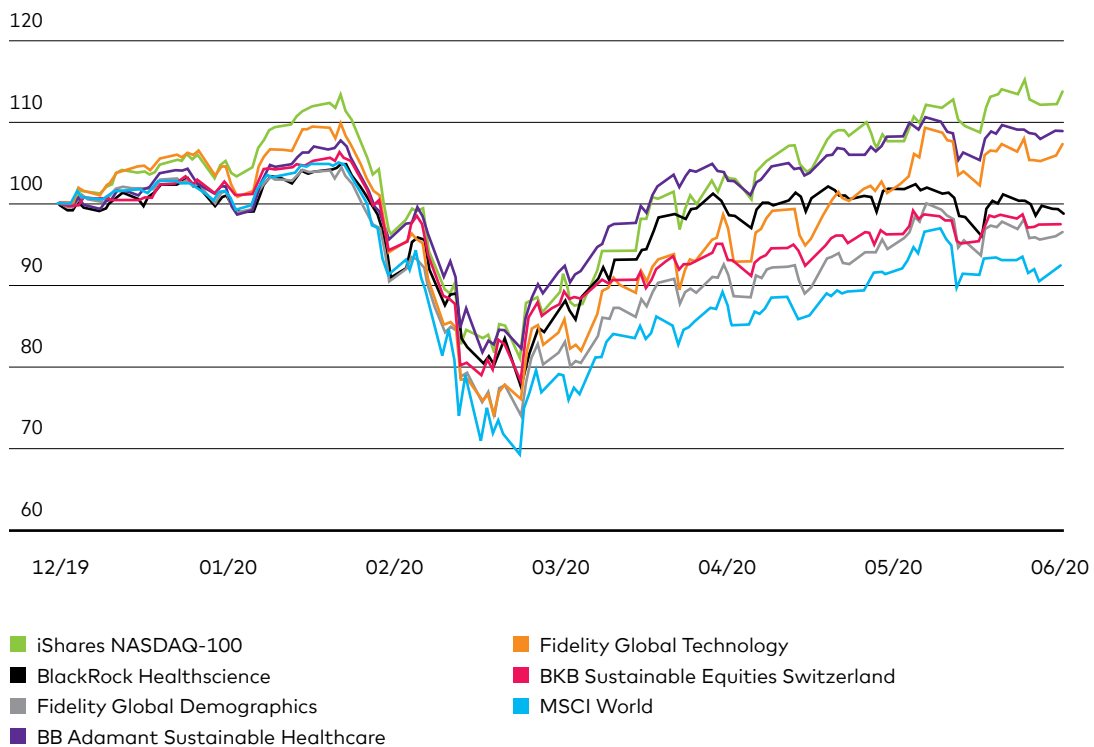
In welchem Jahr China die USA als stärkste Wirtschaftsnation der Welt ablöst, hängt von den künftigen Wachstumsraten – insbesondere der chinesischen Volkswirtschaft – sowie den Inflationsraten und Wechselkursbewegungen von US-Dollar und Renminbi (Stichwort: Kaufkraftparität) ab. Angenommen, die USA verzeichnen 2020 ein reales BIP-Minus von 3 %, ab 2021 ein jährliches BIP-Wachstum von 3 % und China eines zwischen 4 % bis 7 %, würde dies den Prozess um bis zu fünf Jahre beschleunigen. Legt man das jeweilige nominale BIP-Wachstum (berücksichtigt Inflation und Wechselkursbewegungen) zugrunde, könnte

China die USA noch deutlich schneller überflügeln. Dabei entscheiden nicht nur Covid-19 oder externe Megaprojekte (Neue Seidenstrasse, Afrika-Entwicklungshilfe) über das Wachstumstempo der chinesischen Wirtschaft. Das Land des Drachen verfügt vielmehr über die Möglichkeit, intern zu wachsen. So hat der chinesische Volkskongress im Mai 2020 ein umgerechnet rund CHF 1,3 Bio. schweres Tech-Paket beschlossen. Auch seine Militärausgaben könnte China in den kommenden Jahren deutlich steigern (2019: USD 260 Mia., +5,1 % ggü. 2018). Somit hat es die chinesische Führung selbst in der Hand, in welchem Jahr die USA als weltgrößte Wirtschaftsmacht abgelöst wird. ■

Dank Megatrends erfolgreich durch die Krise

Globale Aktienmärkte und risikobehaftete Anlagen kamen zu Beginn der Covid-19-Pandemie sehr stark unter Druck. Die von uns identifizierten Megatrends haben sich im Vergleich sehr gut behauptet. Viele der empfohlenen Anlagen wiesen bereits Anfang Juni wieder positive Performancezahlen seit Jahresbeginn auf (Abb. 7). Es macht für uns weiter Sinn, dem Portfolio Anlageideen rund um Megatrends beizumischen.

Abb. 7: Fonds zu Megatrends vs. globaler Aktienindex (MSCI Welt) Total Return, 30.12.2019 bis 30.06.2020, in CHF, auf 100 indexiert



Quelle: Bank Cler, Bloomberg



Demografischer Wandel

Investmentchancen in Bereichen wie Gesundheit, Pharma und der sogenannten Silver Economy.

Investieren in den World Healthscience Fonds von BlackRock (LU0329593007), den BB Adamant Sustainable HealthcareFund (LU1819585370) und den Global Demographics Fund von Fidelity (LU0528228231).



Digitalisierung

Die Covid-19-Pandemie hat in vielen Bereichen zu einer Beschleunigung der Digitalisierung geführt.

Investieren in den technologischen Fortschritt mit einem ETF auf den NASDAQ-100 (IE00B53SZB19) oder in den aktiv verwalteten Fidelity Global Technology Fund (LU1560650563).



Nachhaltigkeit

Der Klimawandel erfordert einschneidende Massnahmen, um die klimaschädlichen CO₂-Emissionen deutlich zu verringern.

Nachhaltig investieren in unsere nachhaltigen Anlagelösungen oder den Schweizer Aktienfonds BKB Sustainable Equities Switzerland (CH0496872323).



Wie Covid-19 den Gesundheitssektor überraschte

Mit Ausbruch der Corona-Krise rückte der Gesundheitssektor augenblicklich in den Fokus der Anleger. Dieser zeigte sich gegenüber der Pandemie völlig unvorbereitet. Trotz mahnender Stimmen wie derjenigen der Weltgesundheitsorganisation WHO. Sie warnte seit Jahren vor verheerenden Folgen für die Weltwirtschaft und monierte vergeblich, dass weder Staaten noch Pharmaindustrie auf eine Pandemie vorbereitet seien. Wir gehen den Gründen nach.

Sowohl die Staaten als auch die globalen Pharmafirmen waren sich des Pandemie-Risikos seit Jahren bewusst. Doch gehandelt wurde nur halbherzig. So gab es auch in der Schweiz einen staatlichen Pandemie-Plan. Der Bund, aber auch die privaten Haushalte hätten neben Nahrungsmitteln auch Hygienemasken und Desinfektionsmittel auf Lager halten sollen. Doch mit der Umsetzung haperte es. Nicht nur hierzulande. Anders in der Pharmaindustrie, sie war aus anderen Gründen nicht vorbereitet. Für sie sind Infektionskrankheiten in der Agenda weit nach hinten gerutscht. Sie waren schlicht zu wenig rentabel. Denn viele Infektionskrankheiten waren (grösstenteils) besiegt – z.B. Masern, Mumps und Röteln – oder sind relativ einfach zu bekämpfen, wie beispielsweise die saisonale Grippe. Entsprechend sind die Gewinnaussichten für Unternehmen nicht attraktiv. Auch aus diesem Grund gibt es weltweit nur noch wenige bedeutende Hersteller von Impfstoffen. Die Pandemie spielt somit ein Malaise an die Oberfläche:

die Vernachlässigung der Infektionskrankheiten durch die industrielle Forschung. Wie «uninteressant» das Geschäft mit Infektionskrankheiten ist, zeigt der Marktforscher Evaluate Pharma. Dieser bezifferte das Volumen für Deals im Gebiet der Infektionskrankheiten für das vergangene Jahr auf USD 280 Mio., während für das Therapiegebiet Krebs die Investitionen USD 31,4 Mia. erreichten. Dies hat sich nun dramatisch geändert, wurden doch – meist von Staaten – weltweit mehrere Milliarden US-Dollar für die Forschung und Entwicklung eines Impfstoffes gegen das neuartige Coronavirus gesprochen. Entsprechend zahlreich sind die Unternehmen, die in diesem Geschäft mitmischen wollen. Ob sie Erfolg haben werden und ob sich der Erfolg finanziell auszahlt, ist noch ungewiss. Bestrebungen, einen zukünftigen Impfstoff möglichst kostengünstig der gesamten Weltbevölkerung zur Verfügung zu stellen, grenzen das Gewinnpotenzial ein.

Kaum Zeit zu reagieren. Die Fallzahlen stiegen täglich und die Arztpraxen blieben trotzdem fast leer. Angst vor dem Unbekannten, vor der Ansteckung und was danach passiert.

Pflege – viel Applaus, wenig Geld

In der Pandemie galt eine weitere Sorge auch dem Pflegepersonal – und zwar weltweit. Bekannt sind Videos, die zeigen, wie verzweifelt das Pflegepersonal in Ländern wie China oder Italien gegen die Pandemie kämpft. Weniger bekannt – weil auch entsprechend weniger sichtbar – sind die Zustände beim Pflegepersonal in der übrigen Welt. Auch hier in Europa (inkl. der Schweiz) musste das Personal in den Krankenhäusern Enormes leisten und war oft der Gefahr einer Ansteckung ausgesetzt, mangelt es doch an vielen Orten an medizinischem Material. Für diesen Einsatz erhielt das Personal meist nur gemeinschaftlichen Applaus – nur in seltenen Fällen wurde ein kleiner Bonus in Aussicht gestellt. Zur Veranschaulichung: In Deutschland verdient eine Krankenschwester pro Monat ab EUR 2000 (bei privaten Einrichtungen) bzw. ab EUR 3000 (bei staatlichen Einrichtungen). Grund dafür ist ein auf Effizienz getrimmtes Gesundheitssystem, das wenig Spielraum für aussergewöhnliche Situationen lässt. Dies ist auch der Grund, weshalb Privatspitäler nun «Schadenersatz» fordern, weil sie während der Pandemie Plätze für allfällige

Risikopatienten freihalten mussten. Die nun abflachende Infektionsrate und das allmähliche Verschwinden von Covid-19 aus den Medien führen bereits dazu, dass erneut eine Steigerung der Effizienz bzw. der Abbau von «Überkapazitäten» im Spitalbereich gefordert wird.

Ohne den Staat geht es wohl nicht

Es scheint, dass die Pandemie nur kurzfristig etwas in der Wahrnehmung des Gesundheitswesens ändert. Sobald die Gefahr von Covid-19 gebannt ist, wird wieder – wenn auch langsam – zur «alten Normalität» zurückgekehrt. Es steht zu befürchten, dass die Pandemie-Pläne wieder in Vergessenheit geraten. Schliesslich hat man ja diese Pandemie besiegt. Ob Infektionskrankheiten wieder nachhaltig in den Fokus grosser Pharmaunternehmen geraten, bleibt ebenfalls abzuwarten. Ohne finanzielle Anreize und flankierende staatliche Massnahmen dürfte es kaum gelingen, privatwirtschaftlich für einen deutlichen Anstieg bei Forschung und Entwicklung in diesem Bereich zu sorgen. ■



Organisierter Applaus für die übermenschlich geleistete Arbeit. Das Pflegepersonal kam in einigen Ländern an seine Grenzen. Psychisch und physisch. In nur wenigen Ländern wurde die Kapazität des Gesundheitssystems nicht überlastet.



Lockdowns als Mittel gegen den Klimawandel?

Leere Strassen und kaum Flugzeuge am Himmel zeichnen ein trügerisches Bild vom Einfluss des Lockdowns auf den Klimawandel. Zwar wurde während des Stillstands weniger CO₂ ausgestossen. Doch handelt es sich bei dieser Einsparung nur um den Betrag, der jährlich notwendig wäre, um die Klimaerwärmung auf 1,5 Grad zu limitieren. Da sich die Wirtschaft aber keine jährlichen Lockdowns leisten kann, sind nachhaltige Investitionen umso wichtiger.

Dank des Lockdowns, gestrichener Flugreisen für Freizeit und Beruf oder weniger Pendelverkehr infolge von Home-Office ist die Erreichung der Klimaziele im laufenden Jahr sichergestellt. Denn laut Klimaforschern der IEA werden Länder mit harten Corona-Massnahmen bis zu 25 % weniger Energie pro Woche verbrauchen. Global wird dadurch allein im ersten Quartal 2020 rund 3,8 % weniger Energie verbraucht. Kohle wird in diesem Zeitraum gar um 8 % weniger nachgefragt. Einzig erneuerbare Energien können ein Plus verzeichnen. Global rechnet die IEA mit einem Rückgang der CO₂-Emissionen von 8 % für das ganze Jahr. Über 40 % des Anteils am Rückgang kommt von der Kohle, gefolgt von Öl.

Jährlich die gleiche Einsparung notwendig

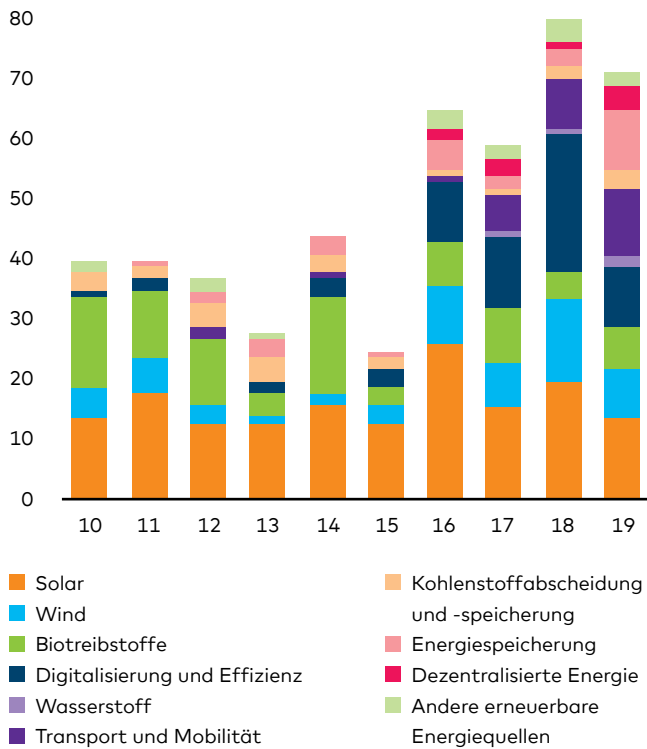
So beeindruckend die Zahlen betreffend Reduktion der CO₂-Emissionen tönen, so ernüchternd sind sie auf den zweiten Blick. Die UNO hat 2019 berechnet, dass die Emissionen in den nächsten zehn Jahren um jährlich 7,6 % sinken müssen, damit die Klimaerwärmung auf 1,5 Grad limitiert wird. Für die 2 Grad-Limite wäre eine Reduktion von 2,7 % notwendig. Aus Klimasicht war der Lockdown immerhin der jährliche Beitrag für die, inzwischen ambitionierte, 1,5-Grad-Limite. Zwischenzeitlich wurden die globalen Restriktionen grösstenteils wieder aufgehoben und die Wirtschaft nimmt wieder Fahrt auf. Die Gefahr, dass die CO₂-Emissionen neue Höchststände erreichen, ist deshalb gross. Entsprechend bleibt es aus unserer Sicht ein vordringliches Ziel, verstärkt alternative Methoden der Energiegewinnung einzusetzen. Covid-19 hat gezeigt, wie stark eine Pandemie die globale Wirtschaft negativ beeinflussen kann. Wie viel grösser ist im Vergleich dazu das Risiko eines irreversiblen Klimawandels.

Lockdown erfüllt CO₂-Reduktionsziel.

Big Oil auf dem Weg zu Big Energy

Während weltweit bereits zahlreiche Initiativen ergriffen wurden, um den Klimawandel zu stoppen, agierten die Öl- und Gaskonzerne in der Vergangenheit in dieser Frage passiv. Angesichts ihres Geschäftsmodells, das hauptsächlich darin besteht, fossile Energiequellen aufzuspüren und zu fördern, ist dies nicht verwunderlich. Wenn man sich die Analyse des Climate Accountability Institute vor Augen führt, waren die Mineralölkonzerne in der Zeitspanne zwischen 1965 und 2017 für rund ein Drittel der gesamten Treibhausgasemissionen verantwortlich. Das Engagement der Öl- und Gasbranche ist somit entscheidend für das Gelingen der Energiewende. In den letzten Jahren haben mehrere grosse institutionelle Investoren den Druck auf die Branche deshalb deutlich erhöht, konkrete Schritte zu unternehmen, um die Treibhausgasemissionen zu reduzieren. Anfang dieses Jahres haben fünf Konzerne, auf die die Charakteristik Big Oil zutrifft, reagiert. So verkündeten BP, Royal Dutch Shell, Total, Eni und Equinor, dass bis spätestens zum Jahr 2050 die CO₂-Emissionen deutlich verringert werden sollen. Um dieses Ziel zu erreichen, soll die Förderung von fossilen Energieträgern wie Öl- und Gas sukzessive zurückgehen. Um den daraus entstehenden Ertragsverlust zu kompensieren, soll der Ausbau von Solar- und Windenergie, aber auch anderen erneuerbaren Energien noch stärker forciert werden. Big Oil transformiert sich damit (zumindest teilweise) zu Big Energy (Abb. 8).

Abb. 8: Transaktionen von Energieunternehmen pro Jahr im Bereich erneuerbarer Energien



Quelle: Bank Cler, BloombergNEF

Nachhaltige Aktien mit besserer Performance

Dass sich das lohnen kann, zeigt der Vergleich globaler Aktienanlagen anhand der breit beachteten MSCI Indizes. So weist bspw. der nachhaltige MSCI SRI Index gegenüber dem traditionellen MSCI Index seit Anfang 2017 eine deutlich bessere Wertentwicklung auf (Abb. 9). Es hat sich also ausbezahlt, in nachhaltige Unternehmen mit guter Geschäftsführung und einer hohen sozialen Verantwortung (ESG-Ansatz) zu investieren. Auch die Erfahrungen während der Corona-Krise dürften das Vertrauen in nachhaltige Investitionsansätze stärken, sodass Nachhaltigkeit in der Vermögensverwaltung weiter an Relevanz gewinnt.

Abb. 9: Nachhaltiger und traditioneller globaler Aktienindex im Vergleich auf 100 indexiert



Quelle: Bank Cler, Bloomberg

Klimawandel erfordert einschneidende Massnahmen

Die Corona-Krise zeigt eindrücklich auf, welche einschneidenden Massnahmen eigentlich nötig wären, um die klimaschädlichen CO₂-Emissionen zu stoppen. Aber kann sich die Weltwirtschaft jährlich eine Auszeit in Form eines Lockdowns erlauben ohne grössere soziale Verwerfungen und finanzielle Einbussen? Wir denken Nein. Wir sind der Meinung, dass Investitionen in nachhaltige Anlagen deshalb noch wichtiger werden. Dies ist auch im Interesse der Staaten, um hohe Folgekosten zu verhindern, wenn sich Wetterextreme immer stärker bemerkbar machen sollten. Wenn schon Öl- und Gasunternehmen, die von der breiten Bevölkerung als Hauptumweltsünder angesehen werden, ihr Geschäftsmodell hinterfragen und sich zu mehr Nachhaltigkeit bekennen, ist die Hoffnung auf einen nachhaltigen Wandel gegeben. ■



Die Strassen sind leer, die Bahnhöfe verwaist. Die Menschen bleiben zu Hause.
Gut fürs Klima, schlecht für die Wirtschaft.



Home-Office: aus der Nische zum Mainstream

Die Covid-19-Krise hat nicht nur einen nachhaltigen Einfluss auf die Gesellschaft, sondern auch auf alle Sektoren der Wirtschaft. Neben dem Gesundheitssektor ist dank des Trends zum Home-Office auch der Technologiebereich noch stärker in den Fokus gerückt.

Inzwischen wissen es sowohl Arbeitnehmer als auch Arbeitgeber: Home-Office funktioniert tatsächlich. Wie bei vielen anderen Banken funktionierten die neuen Abläufe auch bei der Bank Cler reibungslos. Und dies, obwohl der Grossteil der Arbeitsplätze der Bank Cler Mitarbeiter innerhalb kürzester Zeit aus dem Büro nach Hause verlegt werden musste. Statt direkten Kontakt gab es Videoberatung und Telefonkonferenzen. Und gewisse Befürchtungen bestätigten sich nicht, wovon Wirtschaftswissenschaftler Michael Beckmann von der Uni Basel schon immer überzeugt war: Die Produktivität im Home-Office nimmt nicht ab, trotz gewisser Nachteile. Viele Unternehmen und Vorgesetzte, die dem Home-Office noch vor wenigen Monaten skeptisch gegenüberstanden, haben das «Meinungslager» gewechselt.

«Work from home» auf dem Vormarsch

Während Roche in Basel gegenwärtig am zweiten Wolkenkratzer mit 2400 neuen Arbeitsplätzen baut, kann sich Jes Staley, Konzernleiter der britischen Barclays Bank, nicht mehr vorstellen, 7000 Menschen in einem Gebäude unterzubringen. Einmal mehr zeigen die Gewinner der Krise, typische «Work from home»-Unternehmen, die Richtung an: Twitter und Google lassen den Mitarbeitern auch nach der Krise freie Wahl, ob sie von zu Hause aus arbeiten wollen oder nicht. Facebook-Chef Mark Zuckerberg erwartet, dass in zehn Jahren jeder zweite Beschäftigte ausserhalb des Büros arbeiten wird.

IT-Industrie zählt zu den Gewinnern.

Dass die IT- bzw. die Online-Industrie einmal mehr zu den Gewinnern einer Krise gehört, überrascht in diesem Fall nicht wirklich. Online- bzw. «Work from home»-Angebote haben einen weiteren, grossen Schritt vorwärts gemacht. Und wie bei jeder Krise gab es einzelne Unternehmen, die besonders hervorstachen. Beispielsweise die US-Firma Zoom Video Communications, deren Zoom-Video-Software es in kürzester Zeit auf fast jeden Computer schaffte. Ob geschäftlich oder privat, man kommunizierte mit dieser Software. Das Unternehmen konnte seinen Marktwert im ersten Semester 2020 von USD 20 Mia. auf über USD 60 Mia. mehr als verdreifachen.

Home-Office ist in allen Sektoren angekommen. Und es dürfte nicht wieder verschwinden. Entsprechend profitieren Unternehmen, die in diesem Bereich tätig sind. Gleichzeitig dürfte Home-Office, so wie wir es heute kennen, nicht für lange Zeit bestehen. Virtuelle Büros könnten schneller Wirklichkeit werden, als wir uns dies heute vorstellen. Dies deshalb, weil virtuelle Büros teilweise Schwächen ausmerzen können, die die Arbeit von zu Hause aus aktuell noch mit sich bringt: das Fehlen von persönlichem und sozialem Kontakt, kreativem Gedankenaustausch und der Verfestigung einer starken Unternehmenskultur.



Unternehmen wie Zoom tragen zusätzlich dazu bei, die Anzahl Geschäftsreisen zu reduzieren. Dass Videokonferenzen funktionieren, konnten viele selbst miterleben. Es ist somit schon fast richtungsweisend, dass die Marktkapitalisierung der erwähnten Firma Zoom im Juni höher war als die der sechs grössten Fluggesellschaften der Welt zusammen (siehe Abb. 10).

Es ist nur schwer vorstellbar, dass in den kommenden Jahren die Reisetätigkeit wieder das Level vor dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie erreicht. Davon betroffen sind sämtliche in der Reise- und Tourismusbranche tätigen Unternehmen. Dies wiederum hat einen direkten Einfluss auf die Energiebranche, insbesondere den fossilen Energiemarkt. Es ist nicht damit zu rechnen, dass das Vorkrisenniveau der Nachfrage so schnell wieder erreicht wird.

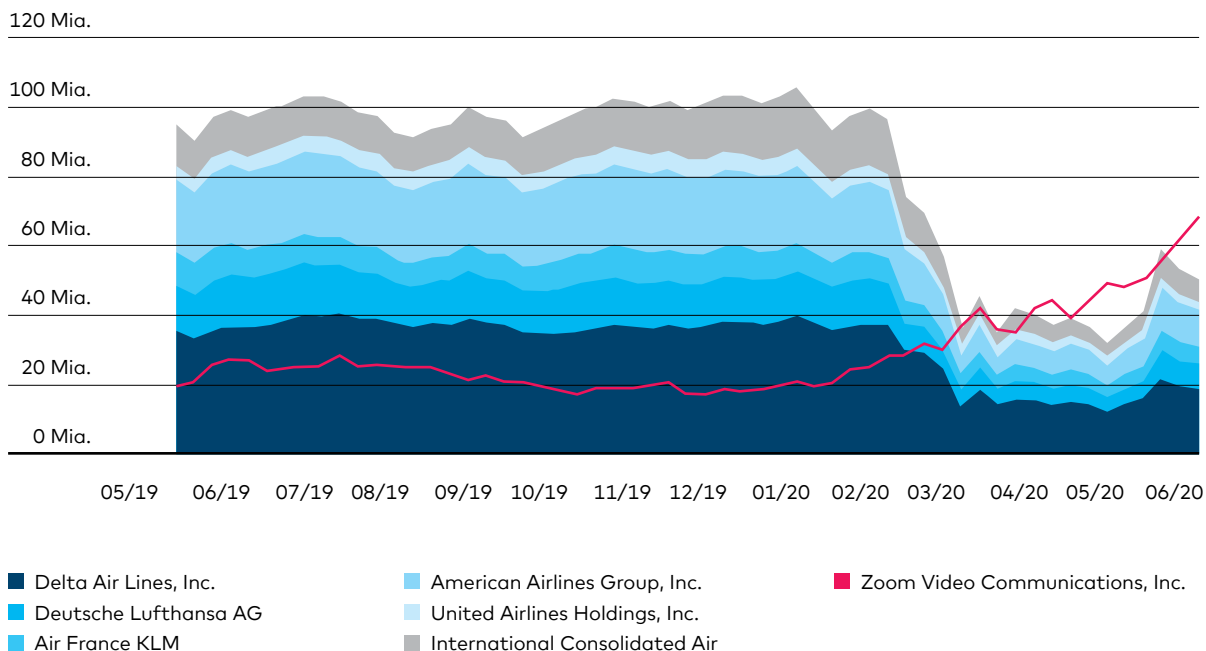
Auswirkungen auf den Immobilienmarkt

Mit den positiven Erfahrungen vom Home-Office könnte sich auch die Nachfrage nach Büroflächen verringern. Tatsächlich gehen Immobilienexperten davon aus, dass die Nachfrage nach Geschäftsräumen abnehmen könnte. Doch auch bei Wohnungen ist wohl ein Umdenken zu erwarten: Während die Nähe einer Wohnung zum Arbeitsplatz vor Corona noch ein wichtiges Kriterium darstellte, könnten Immobilien in ländlichen Gegenden interessanter werden. In der Folge erhält die Telekommunikation einen noch höheren Stellenwert. Denn die Videokommunikation aus dem Home-Office verlangt höhere Bandbreiten.


Grosse Veränderungen und Innovationsschübe realisierten sich historisch oft während Krisen, insbesondere in den vergangenen 100 Jahren. Die Bedrohungen durch das Virus und die globale Erwärmung bergen Risiken, sie bringen aber auch neue Chancen und Innovationen. ■

Abb. 10: Marktkapitalisierung von Unternehmen im Vergleich

Marktkapitalisierung der weltweit grössten und börsennotierten Fluggesellschaften (nach Umsatz in US-Dollar) im Vergleich zu Zoom Video Communications Inc.



Quelle: Bank Cler, Bloomberg



«Für den künftigen Anlageerfolg ist es wichtig, die richtigen Lehren aus der Pandemie zu ziehen. Nehmen Sie mit uns diese Herausforderung an.»

Dr. Sandro Merino, Chief Investment Officer

Disclaimer

Allgemein

Die Bank Cler AG hat in Übereinstimmung mit den geltenden gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen (bzw. den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse) interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. In diesem Rahmen trifft die Bank Cler AG insbesondere die geeigneten Massnahmen, um die Unabhängigkeit und die Objektivität der Mitarbeiter, die an der Erstellung von Finanzanalysen beteiligt sind oder deren bestimmungsgemässe Aufgaben oder wirtschaftliche Interessen mit den Interessen der voraussichtlichen Empfänger der Finanzanalyse in Konflikt treten können, sicherzustellen.

Verbot bestimmter Mitarbeitergeschäfte

Die Bank Cler AG stellt sicher, dass ihre Finanzanalysten sowie die an der Erstellung der Finanzanalyse beteiligten Mitarbeiter keine Geschäfte mit Finanzinstrumenten, auf die sich die Finanzanalysen beziehen, oder damit verbundenen Finanzinstrumenten tätigen, bevor die Empfänger der Finanzanalysen oder Anlageempfehlungen ausreichend Gelegenheit zu einer Reaktion hatten.

Hinweis auf Bewertungsgrundlagen und -methoden – Sensitivität der Bewertungsparameter

Die Analysen des Investment Research der Bank Cler AG im sekundären Research beruhen auf allgemein anerkannten qualitativen und quantitativen Bewertungsgrundlagen und Bewertungsmethoden. Zur Unternehmens- und Aktienbewertung werden Methoden wie zum Beispiel Discounted-Cashflow-Analyse, KGV-Analyse sowie Peer-Group-Analyse angewandt. Die jeweiligen Erwartungen über die zukünftige Wertentwicklung eines Finanzinstrumentes sind Ergebnis einer Momentaufnahme und können sich jederzeit ändern. Die Einschätzung der zugrunde liegenden Parameter wird mit grösster Sorgfalt vorgenommen. Dennoch beschreibt das Ergebnis der Analyse immer nur eine aus einer Vielzahl möglicher zukünftiger Entwicklungen. Es ist die Entwicklung, der das Investment Research der Bank Cler AG zum Zeitpunkt der Analyse die grösste Eintrittswahrscheinlichkeit beimisst.

Hinweis auf Empfehlung

Die in den Empfehlungen des Investment Research der Bank Cler AG enthaltenen Prognosen, Werturteile oder Kursziele stellen, soweit nicht anders angegeben, die Meinung des Verfassers dar. Die verwendeten Kursdaten beziehen sich auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung, soweit nicht anders angegeben.

Hinweis auf Zuverlässigkeit von Informationen und Veröffentlichung

Diese Veröffentlichung ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe. Alle Angaben stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, welche die Bank Cler AG für zuverlässig hält, ohne aber alle diese Informationen selbst verifiziert zu haben. Eine Gewähr für deren Richtigkeit oder Vollständigkeit wird insofern seitens der Bank Cler AG sowie der mit ihr verbundenen Unternehmen nicht übernommen. Die Veröffentlichung dient lediglich einer allgemeinen Information und stellt weder eine Anlageberatung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Finanzinstrumenten dar. Sie ersetzt keinesfalls die persönliche Beratung durch unsere Kundenberater vor einem allfälligen Anlage- oder anderen Entscheid. Haftungsansprüche aus der Nutzung der dargebotenen Informationen sind ausgeschlossen, insbesondere für Verluste einschliesslich Folgeschäden, die sich aus der Verwendung dieser Veröffentlichung beziehungsweise ihres Inhalts ergeben. Eine Vervielfältigung oder Verwendung von Grafiken und Texten in anderen elektronischen Medien ist ohne ausdrückliche Zustimmung der Bank Cler AG nicht gestattet. Eine inhaltliche Verwertung ist nur mit Quellenangabe zulässig, wobei um vorherige Übersendung eines Belegexemplars gebeten wird.

Aufsicht

Die Bank Cler AG unterliegt der Aufsicht durch die Eidg. Finanzmarktaufsicht (FINMA), Laupenstrasse 27, 3003 Bern.

Bank Cler AG, Postfach, 4002 Basel,
Telefon 0800 88 99 66, info@cler.ch, www.cler.ch

Diese Angaben dienen ausschliesslich Werbezwecken. Die Bank Cler AG übernimmt keine Gewähr für deren Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit. Sie stellen weder ein Angebot oder eine Empfehlung dar, noch sind sie als Aufforderung zur Offertstellung zu verstehen. Bevor Sie Entscheidungen treffen, sollten Sie eine professionelle Beratung in Anspruch nehmen. Die jederzeitige Änderung der Angebote bzw. Leistungen der Bank Cler AG sowie die Anpassung von Preisen bleiben vorbehalten. Einzelne Produkte oder Dienstleistungen können rechtlichen Restriktionen unterworfen sein und sind daher u.U. nicht für alle Kunden bzw. Interessenten verfügbar. Die Verwendung von Inhalten dieser Broschüre durch Dritte, insbesondere in eigenen Publikationen, ist ohne vorgängige schriftliche Zustimmung der Bank Cler AG nicht gestattet.



**Jetzt
nachhaltig
anlegen**
Mehr dazu unter [cler.ch/
nachhaltig-anlegen](https://cler.ch/nachhaltig-anlegen)

Profitiert von nachhaltigen Anlagen

Genau wie Sie. Nachhaltige Anlagelösungen der Bank Cler sichern Ihnen attraktive Renditechancen. Dank strenger ökologischer, ethischer und sozialer Grundsätze profitieren aber nicht nur Sie, sondern letztlich wir alle.

Bank
Banque
Banca

CLER