



Zürcher
Kantonalbank

Anlage- barometer

November 2019

Über Fluch und Segen einer schwachen Währung

Schwellenländer im Bann des US-Dollar



Liebe Leserin Lieber Leser

Finanzmärkte sind global und dynamisch. Täglich sind wir mit neuen Informationen konfrontiert, die es einzuordnen gilt. Dabei sage ich bewusst Informationen und nicht Fakten. Informationen können alles Mögliche sein, während Fakten erst geprüft werden müssen. Diese Prüfung übernehmen wir täglich gerne für unsere Mandatskunden, zu denen Sie gehören.

Vor knapp einem Jahr habe ich Ihnen dazu gratuliert, dass Sie trotz der Wogen an den Aktienmärkten die Ruhe bewahren und weiterhin investiert bleiben. Schliesslich ist Volatilität völlig normal. Und wer einen langfristigen Anlagehorizont verfolgt, hat beispielsweise mit Aktien gute Chancen auf Vermögenszuwachs und zudem ein kontinuierliches Einkommen. Allerdings konnten sich im Umfeld sinkender Zinsen auch Kunden mit defensiven Strategien einer stattlichen Rendite erfreuen, wenn sie denn früh genug eingestiegen waren.

In der Schweiz herrschen seit Juni 2016 negative Realrenditen. Das heisst im Klartext, dass die Verzinsung von Sparguthaben tiefer liegt als die Inflationsrate. Summa summarum macht das Halten von Cash also ärmer. Fast ist man geneigt zu sagen, dass der eine oder andere Sparer besser beraten ist, genussvoll zu konsumieren, als freudlos über die Zeit enteignet zu werden.

Auch wenn auf bescheidenem Niveau, so wächst die Wirtschaft doch immer noch. Umso wichtiger ist es also, sich mit produktiven Anlagen und Realwerten am Wirtschaftsgeschehen zu beteiligen. Das ist nicht nur mutig, sondern vor allem schlau.

Christoph Schenk
Chief Investment Officer

Inhalt

Fokusthema: Über Fluch und Segen einer schwachen Währung	4
Wirtschaft und Finanzmärkte	8
Performance und ihre Treiber	10
Risikoumfeld	11
Anlagepolitik: Durchhalten lohnt sich	12
Positionierung Obligationen	14
Positionierung Aktien	15
Positionierung alternative Anlagen	16
Frage des Monats: Was ist der Unterschied zwischen WTI und Brent?	17
Die Schweiz im globalen Kontext	18
Rechtlicher Hinweis	19

Zürcher Kantonalbank wird im Bedarfsfall durch ZKB ersetzt.

Impressum

Herausgeberin Zürcher Kantonalbank **Autoren** Manuel Ferreira, Dr. Jörn Spillmann, Simon Lustenberger, Elias Hafner, Claude Zehnder, Dr. David Marmet, Dr. Martin Weder, Christian Brändli, Marina Zech, Beat Schumacher, Bruno Laurino, Rolando S. Seger, Cindy Kobler **Redaktion** Rolando S. Seger, Cindy Kobler, Manuel Ferreira, Claude Zehnder, Sandro Moccetti **Gestaltung** evolve advertising AG (Zürich) und Zürcher Kantonalbank (Investment Solutions) **Lektorat** Lionbridge Switzerland AG **Bildquelle** Getty Images **Erscheint** monatlich **Redaktionsschluss** 31. Oktober 2019 **Kontakt** anlagenaktuell@zkb.ch **Abonnement** über Ihren Kundenbetreuer oder Ihre Kundenbetreuerin **Copyright** Zürcher Kantonalbank, Reproduktion von Inhalten nur mit Genehmigung der Redaktion unter Quellenangabe gestattet

Schwellenländer im Bann des US-Dollar

Während ihres fulminanten Aufstiegs in den 2000er Jahren werteten Schwellenländerwährungen stark auf. Seit der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 unterliegen sie jedoch grösserem Abwertungsdruck. Nur allzu gerne wird die Stärke des US-Dollar dafür verantwortlich gemacht. Doch aus Sicht der Schwellenländer muss ein starker US-Dollar nicht zwingend schlecht und eine schwache Lokalwährung auch nicht unbedingt von Nutzen sein. Auf die Konstellation kommt es an. *Von Marina Zech*



US-Dollar als Achillesferse

Für die Entwicklung der Schwellenländerwährungen spielt der US-Dollar eine zentrale Rolle. Erhält der «Greenback» beispielsweise Aufwind aufgrund von erwarteten oder tatsächlich höheren Zinsen, führt dies über kurz oder lang zu einer Umkehr der Kapitalflüsse. Schwindet die relative Attraktivität von Schwellenländeranlagen, wird Kapital aus den aufstrebenden Volkswirtschaften abgezogen und in US-amerikanische Anlagen umgeschichtet. Dieser Liquiditätsentzug ist besonders einschneidend für Länder, die zur Finanzierung hoher Leistungsbilanzdefizite auf ausländisches Kapital angewiesen sind. Um einen solchen Kapitalabfluss zu stoppen, sahen sich in der Vergangenheit gewisse Schwellenländer gezwungen, während eines Währungserfalls Zinserhöhungen vorzunehmen, um das Renditedifferenzial gegenüber dem Rest der Welt wieder attraktiver zu gestalten. Die Verknappung der heimischen Liquidität und die damit einhergehende Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen bewirken aber zumeist eine Wachstumsverlangsamung oder lösen sogar eine Rezession aus. Durch den Kapitalabfluss und die damit verbundene Währungsabwertung besteht zudem die Gefahr, dass besonders stark in US-Dollar verschuldete Regierungen und Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Denn fehlen den Schuldnern Einnahmen in US-Dollar, so verteuert sich ihr Schuldendienst zum Teil beträchtlich.

Zweischneidiges Schwert

Ein starker US-Dollar muss für Schwellenländer aber nicht immer als schlechtes Omen gedeutet werden. Wichtig ist zu differenzieren, aus welchen Gründen der US-Dollar an Stärke gewinnt. Sind höhere US-Zinsen das Resultat besserer Konjunkturaussichten, kann dies über eine grössere Exportnachfrage auch die Konjunktur in den Schwellenländern beleben. Dies wiederum zieht ausländisches Kapital an und stützt entsprechend Anlagen in Emerging Markets. Steigen die Zinsen hingegen vor dem Hintergrund stagflationärer Tendenzen in den USA, d.h. in einem Umfeld überschüssiger Inflation und schwachen Wachstums, erschwert ein starker US-Dollar die Situation in den Schwellenländern zusätzlich. Die US-amerikanische Valuta kann aufgrund ihrer Eigenschaft als sicherer Hafen aber sogar in Phasen tiefer beziehungsweise sinkender Zinsen erstarken. Dies ist der Fall, wenn in unsicheren Zeiten risikolose Anlagen wie US-Staatsanleihen gesucht werden. In einem solchen Umfeld werden risikoreichere Anlagen der Emerging Markets

Grafik 1: Reale, handelsgewichtete Wechselkurse



* Ungewichteter Durchschnitt von CN, IN, ID, KR, MY, PH, TW, TH, PL, RU, ZA, CZ, TR, HU, AR, BR, CL, CO, MX, PE
Quellen: Zürcher Kantonalbank, JPM, Refinitiv

naturgemäss gemieden und verlieren entsprechend an Wert. Insofern bleibt der US-Dollar ein zweischneidiges Schwert.

Hausgemachte Probleme

Doch den Ursprung allen Übels in den Schwellenländern auf den US-Dollar zu reduzieren, greift zu kurz. Oftmals überwiegen länderspezifische Probleme als Ursache für deutliche Währungsverluste. Politische Unwägbarkeiten, eine Wachstumsverlangsamung oder ein starker Inflationsanstieg können die Währung ebenso schwächen wie das Aufblühen latenter struktureller Defizite. Einige Länder sind beispielsweise stark auf den Export von Rohstoffen angewiesen. Eine starke US-Valuta verteuert zwar die üblicherweise in US-Dollar gehandelten Rohstoffe und schwächt damit die Nachfrage. Für die bereits seit einigen Jahren anhaltende Rohstoffbaisse ist dies aber nicht die einzige Ursache. Vielmehr dürften die globale Nachfrageschwäche sowie das strukturell sinkende Nachfragewachstum aus dem Reich der Mitte belasten. Mit dem Umbau des chinesischen Wachstumsmodells hin zu mehr Konsum sinkt nicht nur der Appetit nach Rohstoffen, sondern generell der Importbedarf für andere Güter. Folglich geht die Wachstumsverlangsamung in China auch nicht spurlos an den exportorientierten Schwellenländern vorbei.

Währung als Wettbewerbsfaktor

Deshalb drängt sich die Frage auf, ob Schwellenländer durch eine schwächere Währung nicht von einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit auf dem internationalen Parkett profitieren. Gemäss dem üblichen Lehrbuchansatz vergünstigt eine Währungsabwertung die Exporte eines Landes, was wiederum die Exportnachfrage steigen lässt. Exporteure erzielen folg-

lich höhere Gewinne, was mittelfristig idealerweise zu einer verstärkten Investitionstätigkeit und höherem Beschäftigungswachstum im Land führt. Während dieses Modell davon ausgeht, dass Exportpreise in der Währung des exportierenden Landes festgesetzt werden, versucht ein neuerer Ansatz der Tatsache gerecht zu werden, dass der Handel der Schwellenländer überwiegend in US-Dollar erfolgt. Der Wechselkurs zweier miteinander handelnder Länder ist diesem Ansatz zufolge weniger von Bedeutung als die jeweiligen Wechselkursverhältnisse zum US-Dollar. Exportpreise werden zudem nicht ständig neuen Gegebenheiten angepasst. Damit bleibt zumindest kurzfristig der positive Effekt einer Währungsschwäche aus. Fallen Produktionskosten in Lokalwährung an, dürften Exporteure mittelfristig aber eher geneigt sein, mittels Preisnachlässen ihre Exportvolumina zu steigern. Sind Exporteure hingegen auf den Import von in US-Dollar gehandeltem Produktionsmaterial angewiesen, schmälert dies wiederum den positiven Effekt einer schwächeren Valuta. Durch den hohen Anteil des US-Dollar am Welthandel dürfte also die positive Wirkung einer günstigeren Lokalwährung insgesamt deutlich geringer ausfallen als bisher angenommen.

Gefahr des Inflationsimportes

Eine schwache Währung führt in den Schwellenländern zu einem Inflationsimport über handelbare Güter im Warenkorb. Der damit einhergehende Teuerungsanstieg kann eine Lohn-Preis-Spirale in Gang setzen. In gewissen Schwellenländern wie beispielsweise Südafrika verfügen Gewerkschaften über eine hohe Verhandlungsmacht, wodurch die Gefahr von sogenannten Zweitrundeneffekten markant steigt. Eine Preisspirale wird losgetreten, sobald Arbeiter höhere Löhne aufgrund der Preissteigerungen fordern und Unternehmen diesen Kostenzuwachs über noch höhere Preise wieder auf die Konsumenten überwälzen. Bis zur Asienkrise in den Jahren 1997/98 verfolgten die aufstrebenden Volkswirtschaften zudem fixe Wechselkurse. Nach deren zwangsweiser Freigabe sind die meisten Länder zu einem System flexibler Wechselkurse mit gelegentlichen Deviseninterventionen übergegangen. Insgesamt unterliegen die Währungen nun höheren Schwankungsbreiten als in einem System fixer Wechselkurse. Allerdings reduziert der Regimewechsel die Gefahr, eine allzu hohe Überbewertung aufzubauen, und gibt Schwellenländern die Hoheit über ihre eigene Geldpolitik zurück. Mittlerweile sind zahlreiche Länder auch dazu

übergegangen, ihre Geldpolitik an einem Inflationsziel auszurichten. Dadurch konnten die Inflationserwartungen besser verankert werden, was in den vergangenen Jahren zu einem geringeren Inflationsimport geführt hat.

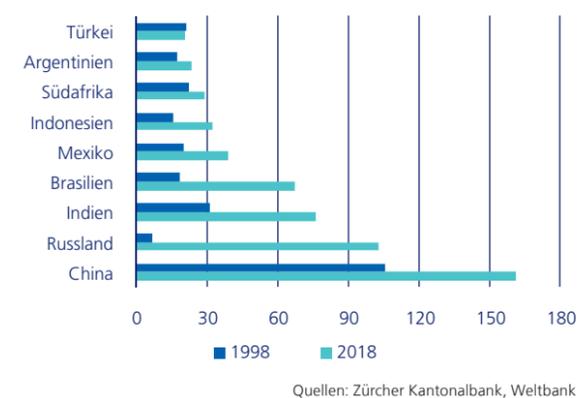
Abbau von Anfälligkeiten

Bis zur Asienkrise machten Schwellenländer primär Gebrauch von tiefen Finanzierungsbedingungen im Ausland sowie von fixen Wechselkursen. Dadurch verschuldeten sie sich entsprechend stark in Fremdwährungen. Nach dem Platzen der Kreditblase orientierten sich vor allem Regierungen vermehrt am lokalen Markt und strebten den Aufbau einer liquiden Zinskurve an. Dank des in den letzten zwei Jahrzehnten vorangetriebenen Abbaus von Fremdwährungsverbindlichkeiten und des Aufbaus von zum Teil umfangreichen Währungsreserven sind Schwellenländer heute deutlich besser aufgestellt als während der Asienkrise (Grafik 2). Doch durch die höhere Verschuldung in Lokalwährung und deren Aufnahme in wichtige Benchmarkindizes wird ein beachtlicher Teil dieser Schulden mittlerweile von ausländischen Investoren gehalten. Obwohl sich infolgedessen die Liquidität im lokalen Anleihenmarkt verbesserte, erhöhte sich auch die Anfälligkeit gegenüber Schüben globaler Risikoaversion.

Verteufelung der Leistungsbilanzdefizite

Im Jahr 2013 zog die Aussicht auf eine weniger expansive US-Geldpolitik einen unmittelbaren und starken Renditeanstieg von US-Staatsanleihen nach sich. Als Folge davon gerieten die Währungen der Schwellenländer stark unter Druck, wobei primär Volkswirtschaften mit einem hohen Leistungsbilanzdefizit

Grafik 2: Währungsreserven in Prozent der Auslandsverschuldung

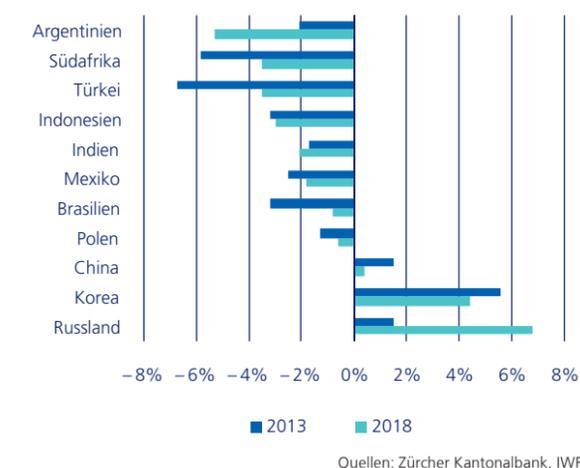


abgestraft wurden. Der Begriff der «Fragile Five» bezeichnete dabei die damals anfälligsten Schwellenländer: Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und die Türkei. Doch auch hier steckt der Teufel im Detail. Während beispielsweise die Türkei damals wie heute auf kurzfristige Portfoliozuflüsse zur Deckung ihres Leistungsbilanzdefizites angewiesen ist, kann Brasilien den höheren Importbedarf mit ausländischen Direktinvestitionen decken, welche per Definition langfristiger Natur sind (Grafik 3). Zudem sollte berücksichtigt werden, ob das Leistungsbilanzdefizit auf übermässigen Konsum oder auf Investitionsimporte zurückzuführen ist. Handelt es sich beispielsweise um höhere Importe für den Ausbau der Infrastruktur, kann ein temporäres Leistungsbilanzdefizit das Wachstum sogar nachhaltig fördern.

Derzeitiger Abwertungsdruck

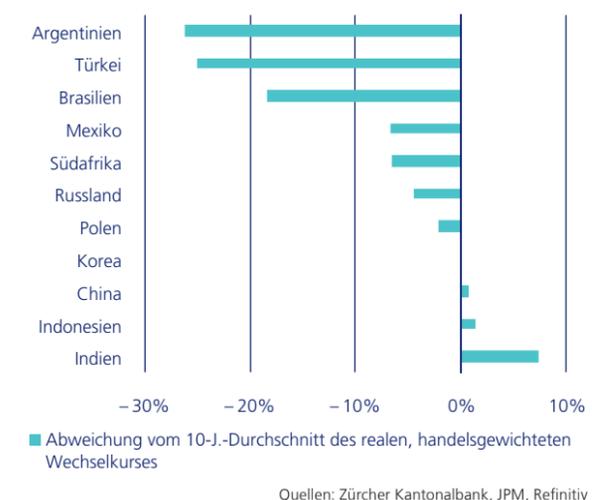
Auch dank des Reformschubs während der 2000er-Jahre, als zahlreiche Emerging Markets zu Haushalts-

Grafik 3: Leistungsbilanzen in Prozent des Bruttoinlandprodukts



disziplin zurückfanden, inländische Institutionen stärkten und die Geschäftstätigkeit verbesserten, sind die Schwellenländer heute deutlich besser aufgestellt als noch vor einigen Jahren. Der starke US-Dollar, die globale Wachstumsschwäche, latente strukturelle Defizite sowie das gelegentliche Aufflackern globaler Risikoaversion üben derzeit jedoch Abwertungsdruck auf die Emerging-Markets-Währungen aus. So sind sie bis auf einige Ausnahmen momentan fair bis günstig bewertet (Grafik 4). Auch wenn das Bewertungsspendel manchmal stärker ausschlagen kann, rechnen wir in der kurzen bis mittleren Frist aber nicht mit einer gross angelegten Währungsschwäche. Der Wegfall länderspezifischer Belastungsfaktoren sowie geldpolitischer Spielraum dürften eine gewisse Wachstumsstabilisierung bis teilweise sogar eine leichte Beschleunigung in gewissen Ländern auslösen. Die Wachstumsschere zwischen den Schwellen- und Industrieländern dürfte sich daher wieder leicht öffnen und die Abwertungsrisiken begrenzen.

Grafik 4: Über-/Unterbewertung



Wirtschaft und Finanzmärkte

Vor einer «kleinen» Einigung im Handelskonflikt

Die handelspolitischen Gespräche zwischen den USA und China verlaufen zurzeit vielversprechend und zumindest eine Einigung über ein Teilabkommen (sogenanntes «Phase-1-Abkommen») scheint in greifbarer Nähe. Zwar ist der Vertrag noch nicht in trockenen Tüchern, aber beide Seiten geben sich optimistisch und haben gemäss übereinstimmenden Aussagen grosse Fortschritte gemacht. Die Grundlagen für die Unterzeichnung seien gelegt, hiess es. Im Wesentlichen geht es im «Phase-1-Abkommen» darum, dass sich China verpflichtet, amerikanische Agrargüter im grossen Stil zu kaufen: Die Rede ist von Gütern im Wert von USD 40 bis 50 Mrd über die nächsten beiden Jahre. Zudem soll die Offenheit der Finanzmärkte, der Schutz des geistigen Eigentums und die Währung in das Abkommen miteinbezogen werden. Die amerikanische Seite verzichtet als Gegenleistung auf bereits angekündigte Zollerhöhungen. Das «Phase-1-Abkommen» löst zwar nicht die grundsätzlichen Streitigkeiten zwischen den USA und China, ist aber doch ein erfreuliches Signal. Es zeigt, dass beide Seiten ein vitales Interesse an einem Waffenstillstand haben.

Verlangsamung in China setzt sich fort

Wirtschaftlich läuft es in den beiden grössten Volkswirtschaften der Welt allerdings unterschiedlich. In China werden die Bremsspuren des Handelskonflikts inzwischen immer deutlicher sichtbar. Die Wachstumsrate ist im 3. Quartal 2019 mit 6% so tief ausgefallen wie seit Messbeginn im Jahre 1992 noch nie.

Insbesondere im Aussenhandel ist die Verschlechterung augenfällig: Während die Exporte in die Länder ausserhalb der USA noch leicht wachsen, sind die Ausfuhren in die USA regelrecht eingebrochen. Innerhalb Jahresfrist sind sie um mehr als 20% gesunken (Grafik 1). Aufgrund der anhaltenden wirtschaftlichen Verlangsamung erwarten wir weitere Stimulierungsmassnahmen sowohl seitens der Geld- als auch der Fiskalpolitik. Dies dürfte die wirtschaftliche Verlangsamung zwar nicht aufhalten, aber immerhin abbremsen. Für nächstes Jahr rechnen wir deshalb mit einer Wachstumsrate von nur leicht unter 6%.

Tempoverlust der US-Wirtschaft

In den USA entwickelt sich die Wirtschaft nach wie vor vergleichsweise robust. Allerdings sendeten die jüngsten Konjunkturdaten gewisse Schwächesignale aus, die darauf hinweisen, dass auch die USA einen Tempoverlust erleiden könnte. So sind die Detailhandelsumsätze im September erstmals seit sechs Monaten wieder geschrumpft. Wir würden den Rückgang jedoch nicht als Vorbote eines generell schwachen privaten Konsums interpretieren. Die fallende Arbeitslosigkeit, die höheren Löhne und die gute Konsumentenstimmung lassen eine nachhaltige Schwächung des Privatkonsums als wenig wahrscheinlich erscheinen. Die Industrieproduktion verzeichnete im September ebenfalls einen überraschenden Rückgang. Zudem ist der viel beachtete ISM Manufacturing Index im September auf den niedrigsten Stand seit 2016 gefallen, und die Erholung im Oktober ist enttäuschend

schwach ausgefallen. Die regionalen Aktivitätsindikatoren zeichnen allerdings ein besseres Bild vom US-Industriesektor, weshalb wir mit einem stärkeren Anstieg des ISM Manufacturing Index im nächsten Monat rechnen (Grafik 2). Auch die präventiven Zinssenkungsschritte der US-Notenbank tragen zur Stabilisierung der US-Wirtschaft bei. Im nächsten Jahr rechnen wir mit einer Verlangsamung des Wachstums auf 1.8%, nach deutlich mehr als 2% in diesem Jahr. Eine rezessive Entwicklung ist indes weiterhin nicht zu befürchten.

Trübe Aussichten in der Eurozone

Der Blick auf die Eurozone fällt nach wie vor ernüchternd aus. Unisono weisen die wichtigsten Vorlaufindikatoren nach unten und signalisieren eine anhaltende wirtschaftliche Verlangsamung. Der PMI Composite beispielsweise ist im Oktober nahe an der 50-Punkte-Marke verharrt, was mit einer konjunkturellen Stagnation gleichgesetzt werden kann. In Deutschland sieht es sogar ganz danach aus, dass die grösste Volkswirtschaft der Eurozone in eine technische Rezession fallen wird (zwei Quartale in Folge mit negativer Wachstumsrate). Für den gesamten Euroraum bleiben wir aber zuversichtlich, dass eine Rezession vermieden werden kann. Nach wie vor geht die Arbeitslosigkeit zurück und die Beschäftigung steigt, wenn auch mit abnehmender Dynamik. Die Konsumentenstimmung ist zudem weiterhin gut (Grafik 3). Der private Konsum wird deshalb auch 2020 die tragende Säule der Konjunktur bleiben und Schlimmeres

verhindern. Mit einer BIP-Zunahme von lediglich 0.8% wird sich das Wachstum in der Eurozone 2020 jedoch das dritte Jahr in Folge verlangsamen.

Talsole bald erreicht

Zweifelsohne hat die Weltwirtschaft schon bessere Zeiten gesehen. Dennoch ist übermässiger Pessimismus nicht angebracht. Im Industriesektor, der wegen des Handelskonflikts besonders unter Druck steht, gibt es Hinweise, dass die Talsole bald erreicht sein wird. So verzeichnete der globale Einkaufsmanagerindex für den verarbeitenden Sektor den zweiten Anstieg in Folge, wenn auch von einem bescheidenen Niveau aus (Grafik 4). Auch in einzelnen Schwellenländern wie etwa in Indien, Brasilien oder Russland gibt es Anzeichen, die für ein leicht anziehendes Wachstum im kommenden Jahr sprechen. Wir sind deshalb weiterhin der Überzeugung, dass die Verlangsamung der Weltwirtschaft mehr und mehr einer Stabilisierung Platz machen wird.

An den Finanzmärkten dominiert die Zuversicht

Auch an den Finanzmärkten haben wieder die Optimisten das Zepter übernommen. Aktien verzeichneten in den letzten Wochen beachtliche Kursfortschritte und erreichten vielerorts neue historische Höchststände. Die Renditen, die im August unter der damals drohenden Eskalation des Handelskonflikts stark nachgaben, notieren inzwischen wieder eine ganze Etage höher und untermauern unserer Ansicht nach die Zeichen einer konjunkturellen Stabilisierung.

Grafik 1: China leidet unter dem Handelskonflikt



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 2: ISM Manufacturing ist zu tief gefallen



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 3: Arbeitslosigkeit tief, Verbrauchervertrauen hoch



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Grafik 4: Talsole in der Industrie bald erreicht



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Performance und ihre Treiber

Aktienmärkte testen neue Höchststände

Nach einer Schwächephase in der ersten Monatshälfte haben an den Finanzmärkten wieder die Optimisten das Ruder übernommen. Aktien verzeichneten in den letzten Wochen beachtliche Kursfortschritte und erreichten vielerorts neue historische Höchststände (Grafik 1). Hauptverantwortlich waren Meldungen aus der Geopolitik. Die handelspolitischen Gespräche zwischen den USA und China verlaufen derzeit vielversprechend und zumindest ein Teilabkommen scheint in greifbarer Nähe. Zwar ist der Vertrag noch nicht unter Dach und Fach, aber beide Seiten geben sich optimistisch und haben gemäss übereinstimmenden Aussagen grosse Fortschritte gemacht. Daher sollte es beim globalen Handel in den nächsten Monaten zu einer Stabilisierung kommen. Aussenhandelsorientierte Staaten wie Japan oder die Schwellenländer konnten von dieser Entwicklung am stärksten profitieren und schnitten am besten ab. Der von uns eingesetzte Comgest Growth Emerging Markets Fund konnte mit seiner Titelselektion in den Regionen Russland, China und Indien nicht überzeugen, was zu einem leicht negativen Performancebeitrag führte.

Gewinnberichtssaison überraschend positiv

Neben der Entschärfung des Handelskonflikts sorgten auch die bisher publizierten Quartalsergebnisse für Rückenwind. Der von Finanzanalysten befürchtete Gewinnrückgang bei US-Unternehmen blieb bisher aus. Mittlerweile kann sogar mit einem leichten Anstieg gerechnet werden und der Anteil positiver

Gewinnüberraschungen ist höher als in den Quartalen zuvor. Die wiedergewonnene Zuversicht der Anleger führte innerhalb der Sektoren zu überdurchschnittlichen Kurszuwächsen bei den Zyklikern, wie z.B. Industrie, Grundstoffe oder IT. Banken profitierten von den steigenden Renditen der Staatsanleihen. Die defensiven Branchen Basiskonsum und Versorger entwickelten sich dagegen negativ.

Renditen weiterhin im Aufwärtstrend

Der Renditeanstieg hat sich auch im Oktober fortgesetzt. Verantwortlich dafür waren für einmal weniger die Konjunkturdaten – die erneut nicht zu überzeugen vermochten – als vielmehr der Rückgang der geopolitischen Spannungen, wie Handelskonflikt oder Brexit. Die Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen stiegen in Deutschland und der Schweiz im Monatsvergleich um jeweils knapp 20 Basispunkte. In den USA war der Zinsanstieg aufgrund der erwarteten Leitzinssenkung weniger ausgeprägt.

Gemischte Mandatsperformance

Steigende Renditen führten dazu, dass die überwiegend in Obligationen investierten Strategien im negativen Bereich abschlossen. Die restlichen Mandate erzielten aufgrund der erfreulichen Entwicklung an den globalen Aktienmärkten eine positive absolute Performance. Der nachfolgenden Tabelle können Sie die indikativen Performancezahlen der Vermögensverwaltung Classic für den Monat Oktober entnehmen (Grafik 2).

Grafik 1: Entwicklung ausgewählter Aktienmärkte



Grafik 2: Mandatsperformance per 31.10.2019 (brutto)

Anlagestrategie	Oktober	seit Jahresanfang
Relax	-0.2%	7.4%
Select	0.0%	9.1%
Balance	0.6%	12.3%
Ambition	1.1%	15.7%
Focus	1.4%	17.4%

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Risikoumfeld

Stimmung an den Finanzmärkten hellt sich auf

Der Risikoindikator ist im Vormonatsvergleich um 2% gefallen und liegt aktuell bei 54% (Grafik 1). Die zugrunde liegenden Messgrössen vermitteln jedoch kein einheitliches Bild. Der Rückgang des Risikoindikators ist insbesondere auf am Finanzmarkt beobachtbare Variablen zurückzuführen. Die Anzeichen einer geopolitischen Entspannung beim Handelskonflikt und das gesunkene Risiko für einen «No Deal»-Brexit haben zu einem Rückgang bei der Aktienmarktvolatilität und bei den Kreditaufschlägen geführt. Auch die Zinskurve ist wieder steiler geworden. Die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen sind stärker gestiegen als jene 2-jähriger Staatsanleihen, was darauf schliessen lässt, dass der Finanzmarkt eine Konjunkturaufhellung erwartet. Die Vorlaufindikatoren für die Wirtschaftsentwicklung haben noch nicht zur Kehrtwende angesetzt und halten den Risikoindikator auf einem erhöhten Niveau. Wir glauben jedoch, dass man am Aktienmarkt für Risiken besser entschädigt wird als am Obligationenmarkt, weshalb wir Aktien weiterhin favorisieren.

Aktienmarktvolatilität wieder auf Tiefständen

Die Schwankungen an den Aktienmärkten liegen wieder nahe bei den Tiefständen der letzten Jahre. Die Volatilität des US-amerikanischen Aktienmarktindex S&P 500 beispielsweise liegt nur noch einen Punkt über dem Jahrestief (Grafik 2). Die aktuelle Sorglosigkeit an den Aktienmärkten ist auf die geopolitische Entspannung und eine zufriedenstellende Gewinnentwicklung bei den Unternehmen zurückzuführen.

Systematische Beurteilung des Risikoumfelds

Das Risikoumfeld an den Finanzmärkten kann anhand verschiedener Messgrössen ermittelt werden. Hierzu gehören Vorlaufindikatoren für die Wirtschaftsentwicklung sowie am Finanzmarkt beobachtbare Variablen. Der Risikoindikator fasst die einzelnen Messgrössen zu einem aussagekräftigen Stimmungsbild zusammen. Zur Berechnung des Risikoindikators werden insgesamt 18 Messgrössen gleich gewichtet verwendet. Nähert sich eine Messgrösse ihrem historischen Maximalwert, steigt das Risiko auf dem Risikoindikator. Wenn alle Messgrössen auf ihrem Maximalwert notieren, zeigt der Risikoindikator einen Wert von 100% und damit ein stark erhöhtes Risiko an. Bei der für den Anlageentscheid erforderlichen abschliessenden Beurteilung – ob Risiko im Referenzportfolio auf- oder abgebaut werden soll – wird zudem die fundamentale makroökonomische und geopolitische Lage berücksichtigt.

Risikoindikator im historischen Vergleich

	Wert
Aktuell	54%
Mittelwert*	38%
Maximum*	59%
Minimum*	19%

* letzte fünf Jahre

Grafik 1: Stand Risikoindikator



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Grafik 2: Volatilität Aktienmarkt



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Durchhalten lohnt sich

Aktien bleiben erste Wahl

Zweifelsohne hat die Weltwirtschaft schon bessere Zeiten erlebt. In der Eurozone weisen die Konjunkturdaten mittlerweile auf eine wirtschaftliche Stagnation hin, und auch aus den USA haben uns zuletzt schwache Wirtschaftsnachrichten erreicht. In China ist das Wachstum im 2. Quartal 2019 sogar auf den tiefsten Stand seit 1992 gefallen. Die anhaltende Verlangsamung der Weltwirtschaft findet aber vorwiegend im Industriesektor statt, der unter dem Handelsstreit zwischen den USA und China stark leidet. In diesem Bereich gibt es nun aber positive Nachrichten, sieht es doch ganz danach aus, als ob sich die beiden Streitparteien auf ein Teilabkommen einigen könnten, auch wenn noch nichts in trockenen Tüchern ist. Darüber hinaus gibt es Hinweise darauf, dass die Talsohle im Industriesektor bald erreicht sein könnte. So verzeichnete der globale Einkaufsmanagerindex für den verarbeitenden Sektor den zweiten Anstieg in Folge, wenn auch von einem bescheidenen Niveau aus. Auch in einzelnen Schwellenländern wie etwa in Indien, Brasilien oder Russland verdichten sich die Hinweise auf eine etwas höhere Wachstumsrate im kommenden Jahr. Wir sind deshalb nach wie vor der Überzeugung, dass die wirtschaftliche Verlangsamung mehr und mehr einer Stabilisierung Platz machen wird. Gute Gründe für eine konjunkturelle Belebung sehen wir allerdings auch nicht. Vor diesem Hintergrund werden die Inflationsraten niedrig bleiben und die Notenbanken ihren ultraexpansiven Kurs beibehalten. Damit dürften auch die Renditen an den Obligationenmärkten ausgesprochen mickrig bleiben und keine valable Alternative zu den Aktienmärkten bieten, die immer noch ansprechende Dividendenrenditen verzeichnen.

Attraktive Obligationen aus der Region Pazifik

Die regionale Allokation im Obligationenportfolio bleibt im Vergleich zum Vormonat unverändert. Unsere Favoriten befinden sich nach wie vor in der Region Pazifik. Die australische Notenbank wird den Leitzins erneut senken, denn die Inflationsrate befindet sich deutlich unter dem Notenbankziel. Bei australischen Staatsanleihen erwarten wir deshalb weitere Kursgewinne. Wie in Australien bleiben wir auch in Japan übergewichtet positioniert. Der japanische Yen ist

unserer Ansicht nach immer noch attraktiv bewertet. Europäische Obligationen sind zwar untergewichtet, jedoch sehen wir weiterhin Chancen beim britischen Pfund, da das Risiko eines Brexits ohne Abkommen gesunken ist. Angesichts der expansiveren Geldpolitik und der anhaltend schwachen Konjunktur in der Eurozone erwarten wir wieder zunehmenden Abwärtsdruck auf den Euro.

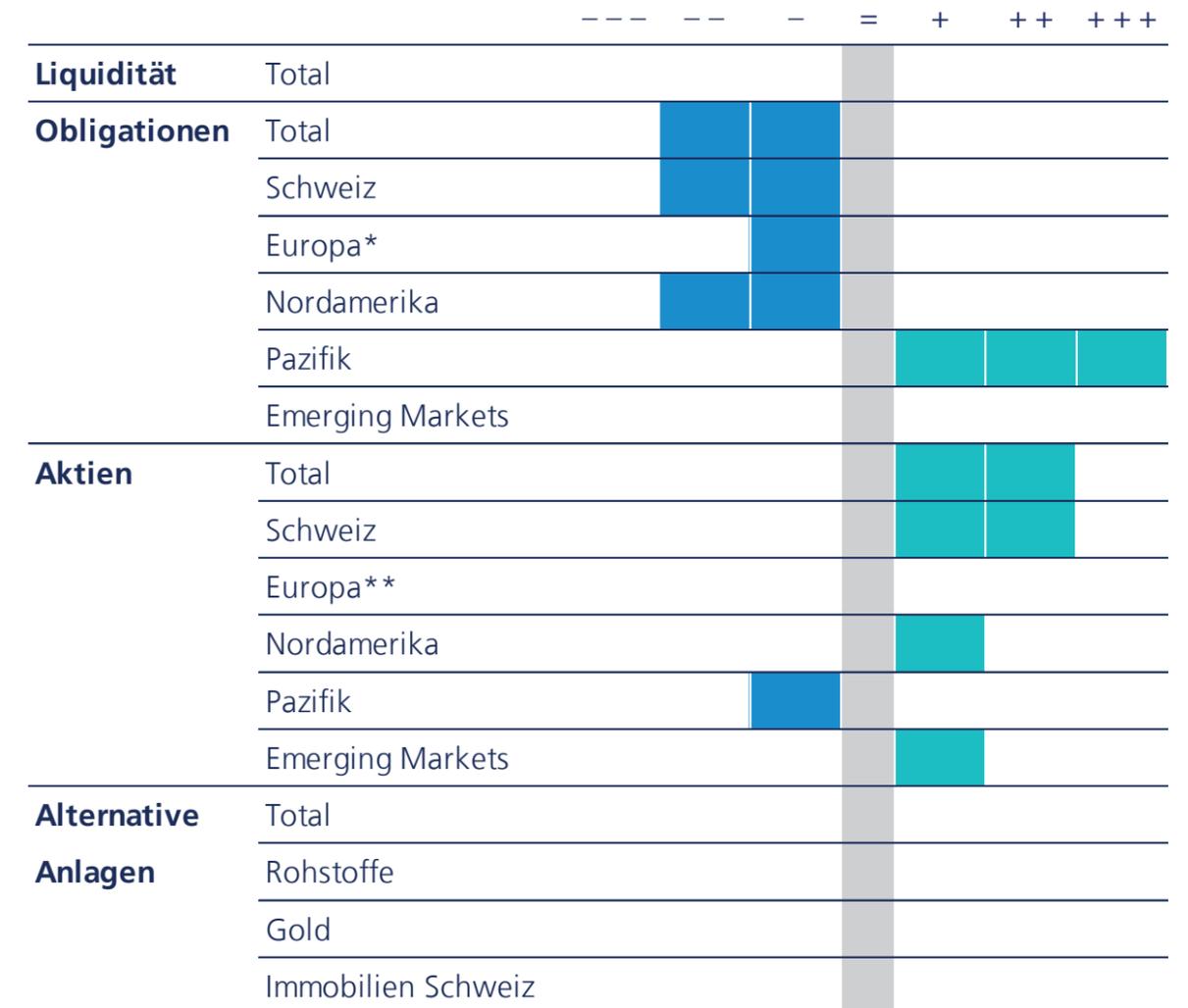
Aktien: Schwellenländer vergleichsweise günstig

In Japan und Grossbritannien sehen wir weiterhin keine fundamentale Verbesserung, sodass wir dort an den Untergewichtungen festhalten. Umgekehrt zeigen Schweizer Unternehmen nach wie vor, dass sie im internationalen Vergleich überdurchschnittlich gut verdienen. Wir bleiben hier übergewichtet. Auch US-Unternehmen verdienen vergleichsweise gut, aber durch das Auslaufen des positiven Effekts der Steuerreform 2018 und die jüngste konjunkturelle Verlangsamung ist der Vorsprung beim Gewinnwachstum gegenüber dem Rest der Welt merklich zurückgegangen, weshalb wir die Übergewichtung reduzieren. Im Gegenzug erhöhen wir die Position der Schwellenländer von «Neutral» auf «Übergewichten». Dafür sprechen vor dem Hintergrund einer vergleichsweise günstigen Bewertung die Aufhellung beim Handelskonflikt und eine leicht bessere konjunkturelle Dynamik.

Alternative Anlagen

Bei den alternativen Anlagen – Gold, Rohstoffe und Schweizer Immobilien – bleiben wir neutral investiert

Aktuelle Anlagepositionierung basierend auf der Anlagestrategie «Balance» in CHF



- Untergewichtet

= Neutral

+ Übergewichtet

* EUR und GBP

** Europäische Währungs- und Wirtschaftsunion sowie Vereinigtes Königreich

Positionierung Obligationen

Obligationen weiterhin untergewichtet

Der Renditeanstieg hat sich im Oktober fortgesetzt. Verantwortlich dafür waren weniger die Konjunkturdaten, die erneut nicht überzeugen konnten, als vielmehr die geopolitische Entspannung (Handelskonflikt, Brexit). Ein weiterer Renditeanstieg setzt unserer Ansicht nach eine Konjunkturaufhellung voraus. Da sich das globale Wachstum tendenziell verlangsamen dürfte, werden die inflationsbereinigten Renditen jedoch vielerorts im negativen Bereich verharren. Obligationen bleiben daher hoch bewertet, sodass wir die Untergewichtung beibehalten.

Zinssenkungen sprechen für Australien

Die australische Notenbank (RBA) hat an ihrer Sitzung ihren Leitzins von 1% auf 0.75% gesenkt. Die Einkommen in Australien sind zuletzt unterdurchschnittlich gestiegen, die Arbeitslosenrate verharrt seit Monaten bei rund 5.25%, das bisher ansprechende Beschäftigungswachstum wird sich gemäss Vorlaufindikatoren abschwächen und die Jahresteuern liegt mit 1.6% noch deutlich unter dem Zielband der RBA (2%–3%). Gemäss Einschätzung der Währungshüter wird sich die Inflation erst im Verlaufe des nächsten Jahres wieder im angestrebten Bereich bewegen. Wir glauben, dass die RBA unter diesen Umständen zusätzliche geldpolitische Lockerungsmassnahmen treffen wird, wovon Obligationen aus Australien profitieren. Wir bleiben übergewichtet positioniert.

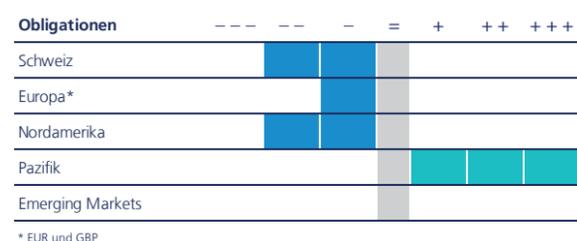
Japanischer Yen mit günstiger Bewertung

Die Jahresinflationsrate in Japan verlor erneut an Dynamik und kam im September auf 0.2% zu liegen. Einen noch geringeren Preisanstieg erlebte Japan zuletzt vor drei Jahren. Die Mehrwertsteuererhöhung wird die Jahresinflationsrate über die nächsten Monate jedoch künstlich hoch halten, sodass wir keine expansivere Geldpolitik der Bank of Japan erwarten. Wir sehen beim japanischen Yen Aufwertungspotenzial, zumal die japanische Währung gemäss Kaufkraftparität immer noch günstig bewertet ist (Grafik 2). Japan zählt daher neben Australien weiterhin zu unseren Favoriten im pazifischen Raum.

Pfund attraktiver als Euro

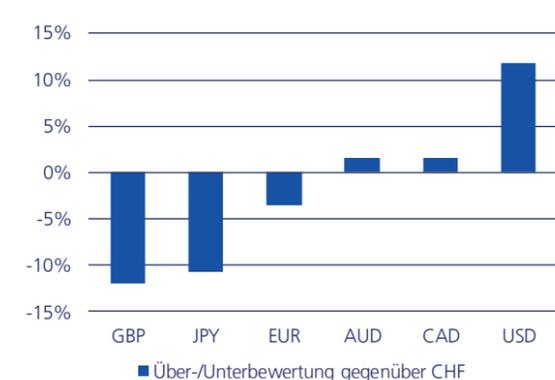
In Europa bleiben wir insgesamt untergewichtet positioniert. Chancen sehen wir jedoch beim britischen Pfund. Das positive Umfeld für das Pfund dürfte durch das gesunkene Risiko eines «No Deal»-Brexits anhalten. In den Brexit-Verhandlungen haben sich die EU-Unterhändler und Grossbritannien auf ein neues Austrittsabkommen geeinigt. Wird das Brexit-Abkommen vom britischen Parlament angenommen, sehen wir weiteres Aufwertungspotenzial für die britische Währung. Angesichts der expansiveren Geldpolitik und der anhaltend schwachen Konjunktur in der Eurozone erwarten wir, dass der Abwärtsdruck auf den Euro zunehmen wird.

Grafik 1: Positionierung Obligationen



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Grafik 2: Bewertung Währungen relativ zum CHF



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Positionierung Aktien

Goldener Oktober am Aktienmarkt

Nach anfänglicher Schwäche erholten sich die globalen Aktienmärkte im Laufe des Oktobers wieder, sodass zum Monatsende doch ein deutliches Plus zu Buche stand. Hauptverantwortlich dafür waren bessere Meldungen über die Geopolitik, vor allem den Handelskonflikt. Die aussenhandelsorientierten Staaten wie Japan, die Schwellenländer oder Deutschland schnitten am besten ab. Gute Nachrichten gab es auch zum Brexit. Die daraus resultierende kräftige Pfundaufwertung sorgte allerdings für einen schwachen britischen Aktienmarkt.

Gewinnvorsprung der USA nimmt ab

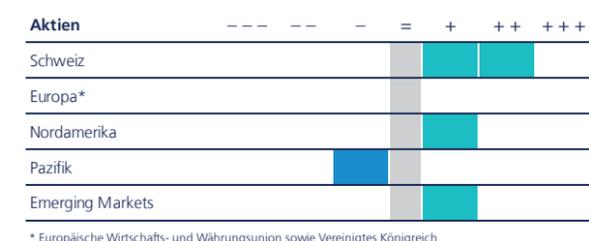
Die US-Unternehmen haben in den vergangenen Quartalen stark von der Steuerreform der Trump-Regierung profitiert. Das Gewinnwachstum bewegte sich dementsprechend deutlich über dem der anderen Industriestaaten. Dieser Effekt läuft sukzessive aus, sodass sich das Gewinnwachstum dem der anderen Regionen wieder annähert (Grafik 2). Ungeachtet dessen erwarten wir, dass die US-Unternehmen einen Gewinnvorsprung halten können. Zwar haben die jüngsten Konjunkturdaten im Vergleich zum Rest der Welt enttäuscht, aber die USA wachsen nach wie vor stärker als die meisten anderen Industriestaaten. Und trotz des bereits lange währenden Aufschwungs und der niedrigen Arbeitslosenquote hält sich das Lohnwachstum noch in Grenzen. Der US-Aktienmarkt weist aber eine überdurchschnittliche Bewertung auf, was ihn für den Fall überraschend schlechter

Nachrichten korrekturanfälliger macht. Insofern haben die USA unseres Erachtens etwas an Attraktivität verloren. Wir reduzieren deshalb unser Übergewicht.

Schwellenländer wieder attraktiver

Bei den Schwellenländern verhält es sich umgekehrt. In den vergangenen Quartalen mussten dort die Gewinnerwartungen immer weiter nach unten geschraubt werden. Zwar signalisierten die konjunkturellen Frühindikatoren im gleichen Zeitraum eine bessere Entwicklung als in den Industriestaaten. Doch noch wichtigere Treiber für die Gewinne und damit die Kurse der Aktiengesellschaften in den Schwellenländern sind der globale Handel und die Entwicklung des US-Dollar. Beim Handel sollte es in den nächsten Monaten zu einer Stabilisierung kommen, sofern sich – wonach es derzeit aussieht – die USA und China auf ein erstes Abkommen verständigen können. Dies dürfte die Stimmung der globalen Investoren weiter aufhellen und den US-Dollar gegenüber den Schwellenländerwährungen zumindest nicht weiter aufwerten lassen. Für Unternehmen in den Schwellenländern ist anders als für diejenigen in den Industriestaaten eine starke Währung von Vorteil, weil sie oftmals und zum grossen Teil in Fremdwährung, vor allem US-Dollar, verschuldet sind. Das Bild für die Schwellenländer sollte sich also langsam aufhellen, sodass wir dort wieder mehr Potenzial sehen, zumal ihre Bewertung, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis, unter ihrem langfristigen Durchschnitt liegt. Wir sind neu übergewichtet.

Grafik 1: Positionierung Aktien



Quelle: Zürcher Kantonalbank

Grafik 2: Regionen-Gewinnschätzungen (vs. Vj.)



Positionierung alternative Anlagen

Immobilienfonds mit starker Saisonalität

Börsennotierte Immobilienfonds haben bis Mitte August von deutlich sinkenden Zinsen profitiert. Zwar sind die Schweizer-Franken-Zinsen seither wieder merklich gestiegen und entsprechend haben die Preise von Anleihen nachgegeben, doch die Immobilienfonds vermochten die zuvor erreichten Niveaus zu halten (Grafik 2). Angesichts des jüngsten Zinsanstiegs, der im langjährigen Vergleich hohen Bewertungen (Agios) sowie der anstehenden Kapitalerhöhungen bei indirekten Immobilienanlagen scheinen aktuell etwas tiefere Kurse angezeigt. Allerdings spricht die Saisonalität gegen eine anhaltende Durststrecke bei den Immobilienfonds. So wiesen Immobilienfonds historisch betrachtet im Dezember und Januar jeweils eine signifikante Überrendite gegenüber den anderen Monaten auf. Während die Fonds über die letzten 20 Jahre im Durchschnitt monatlich 0.44% zulegen, betrug die Performance in den zwei Monaten um den Jahreswechsel je rund 2%. Somit wurden drei Viertel der Gesamtrendite seit 1999 in diesen zwei Monaten erzielt. Insgesamt rechnen wir beim Immobilienfondsindex (SWIIT) auf Sicht von drei Monaten nicht mit einem Rückgang und bleiben daher bei Immobilienanlagen neutral positioniert. Mit Blick auf den Angebotsüberhang auf dem Mietwohnungsmarkt gibt es positive Entwicklungen. Zwar ist die Zahl der leer stehenden Mietwohnungen in der Schweiz 2019 weiter gestiegen. Mit rund 3 000 Einheiten ist die Zunahme allerdings deutlich weniger stark ausgefallen als in

den vorangehenden zwei Jahren, als jeweils gut 7 000 leere Mietwohnungen dazukamen. Zudem sind die Baubewilligungen insgesamt seit dem 3. Quartal 2018 stark rückläufig und liegen aktuell über die gesamte Schweiz hinweg ca. 20% unter dem Stand von 2018. Dies hilft, den Druck auf die Angebotsmieten zu drosseln. Aufgrund einer weiteren Senkung des Referenzzinssatzes, welche bereits im März 2020 erfolgen dürfte, ist nächstes Jahr allerdings mit sinkenden Bestandesmieten zu rechnen.

Ein grundsätzlich positives Umfeld für Gold

Nach einem deutlichen Anstieg bis Anfang September findet bei Gold aktuell eine Konsolidierungsphase statt. Grundsätzlich bleibt das Umfeld positiv für das gelbe Edelmetall: Die Realzinsen dürften auf tiefem Niveau verharren, die Zentralbanken stützen die Goldnachfrage weiterhin mit Zukäufen und ein überbewerteter US-Dollar spricht mittel- bis langfristig ebenfalls für einen höheren Goldpreis. Allerdings sind die Investoren aktuell sehr positiv gestimmt, was bei einer Aufhellung des globalen Konjunkturbildes eine Belastung für den Goldpreis darstellen würde. Wir halten daher eine neutrale Positionierung für angemessen, sehen aber einen tieferen Goldpreis durchaus als möglichen Einstiegspunkt an.

Neutrale Investition bei Rohstoffen

Bei der breit diversifizierten Anlageklasse der Rohstoffe bleiben wir neutral investiert.

Grafik 1: Positionierung alternative Anlagen

Alternative Anlagen	---	--	-	=	+	++	+++
Rohstoffe							
Gold							
Immobilien Schweiz							

Quelle: Zürcher Kantonalbank

Grafik 2: Gesamtrendite 2019 nach Anlageklasse



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

Was ist der Unterschied zwischen WTI und Brent?

Es lässt als Treibstoff unsere Autos fahren und sorgt in Form von Heizöl an kalten Wintertagen dafür, dass unser trautes Heim wohliger warm ist: Erdöl ist ein wertvoller Rohstoff, der aus unserem Leben kaum mehr wegzudenken ist. Unabhängig von allen politischen und ökologischen Aspekten spielt Erdöl volkswirtschaftlich eine essenzielle Rolle. Dank ihm florierten Verkehr und Industrieproduktion über viele Jahrzehnte, ermöglichten Fortschritt und sorgten für Wohlstand.

In erster Linie wird der Rohölpreis durch Angebot und Nachfrage am Markt bestimmt. Auf dem Rohölmarkt gibt es diverse Ölsorten, wobei jedes individuelle Ölfeld zu Land oder zu Wasser eine andere Rohölqualität aufweist. West Texas Intermediate (WTI) und Brent sind fraglos die zwei am meisten gehandelten Sorten, weshalb sie an den Märkten als Referenz für die Preisgestaltung gelten.

Primäres Unterscheidungsmerkmal ist der Förderort. Während WTI-Qualität in US-Ölfeldern der Bundesstaaten Texas, Louisiana und North Dakota gefördert wird, stammt Rohöl der Sorte Brent ursprünglich aus der Nordsee, wird aber auch im Nahen Osten gewonnen. Brent gilt als Standard für den europäischen und asiatischen Markt, also fast zwei Drittel aller gehandelten Ölkontrakte. Demgegenüber ist WTI die Benchmark für den Ölpreis in den USA und dem Rest der Welt. Neben ihrer Herkunft unterscheiden sich WTI und Brent leicht in ihrer Beschaffenheit. So weist WTI einen tieferen Schwefelanteil und eine tiefere Dichte als Brent auf. Je tiefer der Schwefelgehalt und die Dichte liegen, desto leichter lässt sich das schwarze Gold weiterverarbeiten. In diesem Fall spricht man von süßem Erdöl. Letztlich zählen beide Sorten zu den süßen und relativ leichten Ölen. Obschon das amerikanische Rohöl eine minimal höhere Qualität aufweist, wird es am Markt günstiger als Brent gehandelt. Einerseits weil die Transportwege zum Endverbraucher länger sind, andererseits weil die Erdölproduktion in den USA rasant wächst, was tendenziell zu einem höheren Angebot von WTI-Rohöl führt.



Der Rohölpreis ist von vielen Einflüssen geprägt, was sowohl für WTI als auch für Brent gilt. Dazu gehören neben den effektiven Förderbedingungen und -mengen politische Spannungen, Naturereignisse, Handelsrestriktionen oder spekulatives Verhalten der Marktteilnehmer. Wird beispielsweise ein knapperes Ölangebot erwartet, kann dies kurzfristig zu massiven Preissteigerungen führen. Veränderte Angebots- und Nachfragekräfte lassen phasenweise einen Preisunterschied (Spread) zwischen WTI und Brent entstehen. Spannungen im Nahen Osten oder Wetterkapriolen in Nordamerika sind typische Gründe dafür, dass sich die eine der beiden Qualitäten preislich stärker bewegt als die andere.

Brent wird auch im Nahen Osten gefördert, wo es vergleichsweise öfter als anderswo zu politischen oder kriegerischen Konflikten kommt. Diese wirken sich rasch auf die Fördermengen aus, weshalb der Ölpreis dieser Sorte sensibler auf geopolitische Unruhen reagiert. Für viele erdölproduzierende Länder ausserhalb der USA stellt die Ölindustrie den primären Wirtschaftszweig dar, was zu einer entsprechend hohen Abhängigkeit führt. Zu diesen Ländern gehören Saudi-Arabien, Iran, Irak oder Venezuela. In diesem Kontext zeigt sich, dass sich der Ölpreis mehr und mehr zu einem politischen Preis entwickelt hat.

Die Schweiz im globalen Kontext

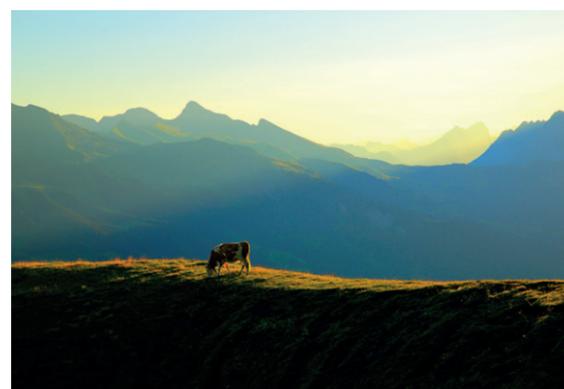
Schrumpfende Erwerbsbevölkerung – was tun?

Das Stimmvolk hat entschieden: Die Schweiz soll grüner werden. Die eidgenössischen Wahlen standen von vornherein im Zeichen des Klimawandels, dennoch hat die Wucht der grünen Welle selbst die Politaguren überrascht.

Gleichzeitig lässt die Zusammensetzung des neuen Parlaments den Schluss zu, dass die notwendigen Diskussionen über die Nachhaltigkeit des Rentensystems gemächlich angegangen werden. Denn die Wahlsieger erachten eine Erhöhung des Rentenalters als nicht dringend.

Die Babyboomer – die in den nächsten Jahren weiter in Pension gehen werden – hinterlassen am Arbeitsmarkt eine Lücke. Lag der Geburtenüberschuss in den Jahren 1946 bis 1964 (Babyboom) durchschnittlich noch bei 40 000 Personen, so beträgt er bei der Generation Z, die heute und in naher Zukunft auf den Arbeitsmarkt drängt, gerade mal 15 000. Würde dieser Aspekt isoliert betrachtet, müsste die Erwerbsbevölkerung in den nächsten Jahren schrumpfen. Dies wiederum hätte weitreichende Konsequenzen für das Wachstum der Schweiz und letztlich für unseren Wohlstand. Eine permanent schrumpfende Erwerbsbevölkerung reduziert die Potenzialwachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts. Die Möglichkeit, unseren Wohlstand weiter zu erhöhen, wäre also eingeschränkt.

Dass eine Lücke am Arbeitsmarkt entsteht, ist derweil kein Naturgesetz. Sie kann auf verschiedene Art und Weise verhindert werden. Erstens kann die Partizipationsrate erhöht werden. Allerdings sind



in der Schweiz bereits 85% der Bevölkerung zwischen 15 und 64 Jahren erwerbstätig, womit die Schweiz im europäischen Vergleich hinter Island an zweiter Stelle liegt. Zweitens könnten die Teilzeitstellen zu Vollzeitstellen aufgestockt werden, hat doch die Schweiz den höchsten Teilzeitanteil in Europa. Im Weiteren könnte mit einem höheren Produktivitätswachstum und technischem Fortschritt der Wohlstand trotz schrumpfender Erwerbsbevölkerung erhalten werden. Ein wichtiger Treiber dafür wäre eine bessere Aus- und Weiterbildung – eine Massnahme also, die einen langfristigen Horizont bedingt und bei der die Schweiz bereits zu den Spitzenreitern gehört. Schliesslich kann die Lücke am Arbeitsmarkt durch eine höhere Nettozuwanderung von Arbeitskräften geschlossen werden. Von welcher Grössenordnung ist auszugehen? Unter der Annahme, dass die durchschnittlichen Produktivitätswachstumsraten der letzten Jahre auch für die Zukunft gelten und sich zudem das Wachstum der Erwerbsbevölkerung ähnlich wie in den letzten Jahren entwickelt, wäre eine Nettozuwanderung von rund 70 000 Personen pro Jahr notwendig.

In den Jahren zwischen 2007 und 2016 wanderten rund 75 000 Personen netto zu. 2017 waren es noch 46 000 und 2018 nur gerade knapp 40 000 Personen. Konjunkturbedingt ist auch in diesem und im nächsten Jahr mit einer unterdurchschnittlichen Zuwanderung zu rechnen. Den Ersatzbedarf an Arbeitskräften werden die Schweizer Unternehmen im nächsten Jahrzehnt allerdings vor allem über die Zuwanderung zu decken versuchen. Eine höhere Nettozuwanderung hat bekanntlich Auswirkungen auf beispielsweise die Infrastruktur, den Verkehr und den Immobilienmarkt – oder allgemein gesagt die Umwelt.

«There ain't no such thing as a free lunch» gilt also auch für die Zukunft. Die Politik und letztlich die Schweizer Bevölkerung stehen dadurch immer wieder vor der Herausforderung, das Gleichgewicht zwischen Wohlstand, Dichtestress und «New Green Deal» zu finden. Zwar nimmt die Schweiz in vielen politischen und sozialen Bereichen eine Sonderstellung ein, bei dieser Herausforderung unterscheidet sie sich indes nicht von anderen hoch entwickelten Ländern.

Rechtlicher Hinweis

Disclaimer:

Das vorliegende Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken und richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Dieses Dokument wurde von der Zürcher Kantonalbank mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Beizug eines Beraters die Informationen in Bezug auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche und andere Konsequenzen zu prüfen. Sofern Beiträge in dieser Publikation durch Organisationseinheiten erstellt wurden, welche den «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» (herausgegeben durch die Schweizerische Bankiervereinigung) unterliegen, ist dies in der Fusszeile entsprechend vermerkt.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht an Personen, die möglicherweise US-Personen nach der Definition der Regulation S des US Securities Act von 1933 sind, verteilt und/oder weiterverteilt werden. Definitionsgemäss umfasst «US Person» jede natürliche US-Person oder juristische Person, jedes Unternehmen, jede Firma, Kollektivgesellschaft oder sonstige Gesellschaft, die nach amerikanischem Recht gegründet wurde. Im Weiteren gelten die Kategorien der Regulation S.

Dieses Dokument stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung oder Einladung zur Zeichnung oder zur Abgabe eines Kaufangebots für irgendwelche Wertpapiere dar, noch bildet es eine Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendwelcher Art. Dieses Dokument ist kein Prospekt im Sinne von Artikel 652a bzw. 1156 des Schweizerischen Obligationenrechts oder Artikel 27 ff. des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange AG.

This publication and the information contained in it must not be distributed and/or redistributed to, used or relied upon by, any person (whether individual or entity) who may be a US person under Regulation S under the US Securities Act of 1933. US persons include any US resident; any corporation, company, partnership or other entity organized under any law of the United States; and other categories set out in Regulation S.

Copyright © 2019 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.

