Marktausblick

Frühe Warnsignale?

Ausgabe 89 | Mai 2018

Rothschild
Private Wealth

Vorwort

„Plötzlich sind zehn Jahre verflossen
Und du hast den Startschuss verpasst, denn
keiner sagte Dir, wann Du losrennen solltest“
Waters/Gilmour

Der heranrückende 10. Jahrestag der Pleite von Lehman Brothers erinnert uns daran, dass wir es in der Tat wieder mit einem langen Zyklus zu tun haben und auch dieser einmal ein Ende finden wird.

Werden wir sein Ende korrekt vorhersehen können? Wir werden sicherlich unser Bestes versuchen: Denn wir sind langfristige Anleger, wollen aber natürlich, sofern möglich, eine Baisse umgehen. Den Markt zeitlich richtig abzupassen ist jedoch nicht einfach – selbst bei den grösseren Umbrüchen nicht.

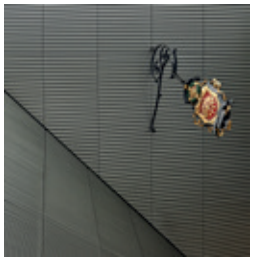
Rezessionen schleichen sich in der Regel klammheimlich heran, und viele der Aspekte, die für die Marktdynamik eine Rolle spielen, etwa das Leverage von Grossanlegern und Dark/Fast-Trading, sind nur schwer auszumachen.

Während das geopolitische Umfeld in letzter Zeit die Märkte kaum beeinträchtigte (das unmittelbare Umfeld scheint weniger bedrohlich als von vielen befürchtet), könnte sich das durchaus noch ändern. Einzelne politische Führungskräfte sind unberechenbar.

Sollten wir die nächste gross angelegte Flaute korrekt vorhersehen – für die wir, um es ganz klar zu sagen, bislang keine Anzeichen erkennen können – dann ist es eventuell nicht unbedingt der wertvollste Dienst, den wir unseren Kunden erweisen können. Wer die letzte Baisse prognostizierte, aber nicht die einsetzende Erholung erkannte, verpasste in der Folge einen der günstigsten Zeitpunkte für Anlagen in der jüngsten Vergangenheit.

Langfristig ist es wahrscheinlich am wichtigsten, im Rennen zu sein, und wenn niemand einen Startschuss auf ein neues Rennen gibt, dann ist es eventuell besser, erst gar nicht mit dem Laufen aufzuhören.

Kevin Gardiner
Global Investment Strategist
Rothschild Wealth Management



Titelblatt:
Ein auffälliges Symbol des Erbes und der Werte unseres Geschäfts ist das Wappen der Familie Rothschild, das sich an der Aussenwand unseres Büros in New Court in der St Swithin's Lane in London befindet. Die fünf Pfeile und das Familienmotto sind der einzige Hinweis auf das Unternehmen.

© 2018 Rothschild Wealth Management
Erscheinungsdatum: Mai 2018.
Stand der Daten. 30. April 2018.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Frühe Warnsignale?

Was könnte auf schlechte Nachrichten hindeuten?

„Auf diese Art geht die Welt zugrunde. Nicht mit einem Knall: mit Gewimmer."
T.S. Eliot

Welche Gefahren sind für Anlagen derzeit erkennbar – und was könnte ein Warnsignal an den Finanzmärkten sein?

Welche schlechten Nachrichten?

Seit der letzten Baisse ist viel Zeit vergangen.

Insgesamt handelt es sich dabei um ein vages Etikett. Einige verstehen darunter einen jahrelangen Rückgang der Aktienkurse. Für andere geht es um die Bewertungen und nicht um die Preise. Ihrer Meinung nach befinden wir uns seit 2000 in einer Baisse.

In der Regel versteht man jedoch unter dem Beginn einer Baisse einen Kursrückgang von 20 %. Im MSCI All Countries Dollar Index war dies das letzte Mal 2008–2009 der Fall.

Damit ignoriert man aber den Kontext. Ein Rückgang von 20 % wäre zum Beispiel in den inflationären 1970er Jahren ein grösserer realer Rückgang gewesen. Und zwei einander ähnelnde Rückgänge könnten sich auf andere Anlagen und das Finanzsystem jeweils sehr unterschiedlich auswirken.

Einzelne Regionen und Sektoren und andere Anlageklassen durchlebten erst in jüngster Zeit eine Baisse. Denken wir ausserdem nur einmal an japanische Aktienstrategen, die noch immer keine Erholung auf die in den 1990er Jahren bestehenden Kursniveaus erlebt haben.

Generell unterscheidet sich eine Baisse jedoch in qualitativer Hinsicht von kurzfristigen spekulativen Verlusten (20 % galt im Übrigen als das „normale" Niveau im VIX, das weithin beobachtete Mass für die implizite Volatilität am US-Aktienmarkt). Selbst langfristige Anleger wie unsereins würden eine Baisse meiden, könnten wir sie im Voraus erkennen, obschon Markt-Timing, selbst in dieser Grössenordnung, nie einfach ist.

Die Bilanz bis dato

Seit den 1970er Jahren gab es im MSCI Index (Abbildung 1) lediglich sieben derartige Episoden, was jedoch immer noch in etwa einer alle sieben Jahre gleichkommt.

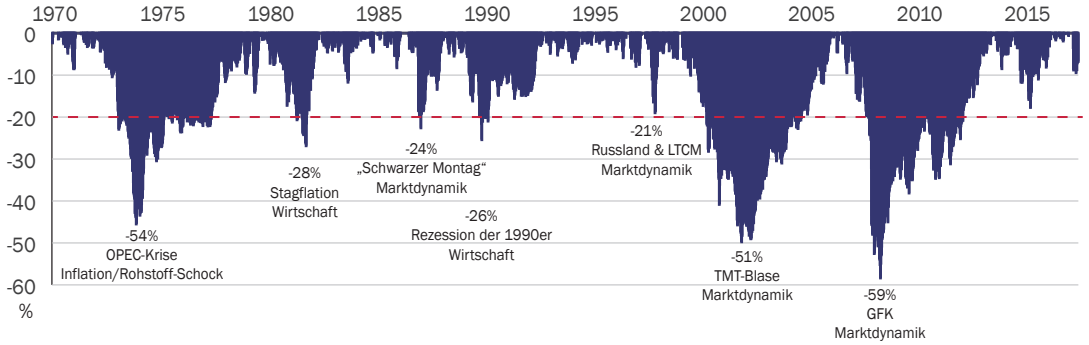
Die Etiketten, mit denen wir sie in Abbildung 1 gekennzeichnet haben, bieten eine Liste der „üblichen Verdächtigen" – also der Dinge, nach denen man Ausschau halten sollte. Das sind unter Umständen jedoch nicht die einzigen Faktoren für eine Baisse.

Drei dieser Episoden waren grösstenteils wirtschaftlich bedingt: die sprunghaften Ölpreisanstiege und die Inflation, die zu den Rückgängen 1974–75 und 1981–82 beitrugen und die sich 1990 abspielende Zyklusendphase in den USA (vielleicht die letzte „klassische" Baisse, bei der ein Wirtschaftsboom zu steigenden Zinsen und schliesslich zu einer Rezession führte).

Vier lagen eher in der Marktdynamik selbst begründet: der von den USA angeführte Börsencrash im Jahr 1987, die Episode 1998 rund um den LTCM-Hedgefonds,

Abbildung 1: Baissephasen an globalen Aktienmärkten

MSCI All Countries (USD): kumulative Rückgänge gegenüber letzten Hochs



Quelle: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

die Internetblase („New Economy“) im Jahr 2000 und die auf den Kreditmarkt fokussierte globale Finanzkrise im Jahr 2008.

Die üblichen Verdächtigen

Der aktuelle Zyklus, bei dem die nach wie vor dominante US-Wirtschaft den Ton angibt, geht nun in das zehnte Jahr. Die jüngsten Indikatoren zum Geschäftsklima weisen auf eine Abkühlung hin (siehe Seite 6), aber das muss noch nicht auf einen unmittelbar bevorstehenden Kurssturz hinauslaufen. Wir haben es hier bereits mit einem der längsten Zyklen überhaupt zu tun, der durchaus noch Rekorde brechen könnte (wofür er in etwa noch ein Jahr andauern müsste).

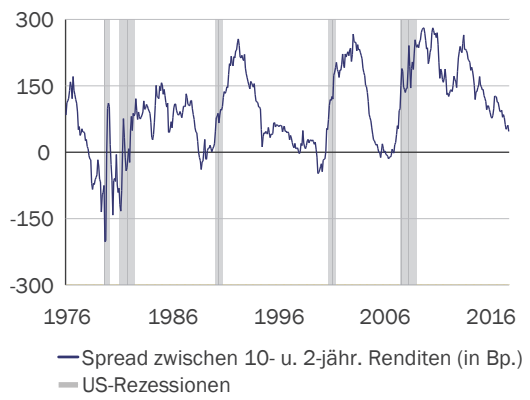
Die Abkühlung ist teilweise auf ungewöhnlich strenge Witterungsverhältnisse zurückzuführen. Auffallend am gegenwärtigen Zyklus ist, wie wir schon oft erwähnt haben, dass er kaum von offensichtlichen Exzessen begleitet wurde.

Die Barmittelbestände der US-Privathaushalte bleiben positiv. Das Doppeldefizit ist (zumindest bislang) nicht besorgniserregend. Die Inflation (siehe erneut Seite 6) nimmt weltweit nur allmählich zu. Die Banken scheinen bei der Kreditvergabe nicht fahrlässig vorgegangen zu sein, obschon sie ein gewisses Exposure gegenüber dem boomenden Private-Equity-Sektor aufweisen. Der Bedarf an Investitionsausgaben dürfte kaum gedeckt sein. Die Lagerbestände der Unternehmen aus dem verarbeitenden Gewerbe sind den Aufträgen nicht vorausgeeilt. Falls überhaupt, bestehen hohe unverarbeitete Auftragsbestände.

Angesichts einer verhaltenen Inflation scheint ein dramatischer Zinsanstieg unwahrscheinlich. Die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen tendiert, gemessen an der Renditekurve (Abbildung 2) und deren Spread zwischen 10-jährigen und 2-jährigen Renditen auf US-Staatspapiere, nach unten.

Abbildung 2: Die US-Renditekurve als Rezessionssignal

US-Rezessionen und Renditen 10- bis 2-jähriger Treasuries



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

Historisch deutete eine negative oder „inverse“ Kurve auf eine drohende Rezession hin, oft bevor konventionelle Indikatoren sie ankündigen.

Aber eine Korrelation ist noch lange kein Kausalzusammenhang. Die langfristigen Renditen spiegeln aktuell unter Umständen noch den nachgelagerten Effekt der quantitativen Lockerung wider, wodurch die „Laufzeitprämie“ gedämpft wurde. Eine Inversion, für die es noch keine Anzeichen gibt, ist also dieses Mal eventuell kein Anhaltspunkt. Wie Abbildung 2 zeigt, bestand manchmal ein zeitlich langer Abstand zwischen invers verlaufender Renditekurve und letztlich eintretender Rezession.

Auch die Rohstoffmärkte geben keinerlei Anlass zu Bedenken. Die Ölpreise haben sich markant erholt, liegen aber deutlich unter ihren jüngsten Spannen: Rohöl der Sorte Brent erklomm 2008 150 USD. Zum Vergleich: Derzeit kostet ein Barrel 70 USD. Die Volkswirtschaften sind weniger anfällig als Anfang der 1970er Jahre: Das Ölzeitalter geht allmählich seinem Ende zu, und das nicht, weil uns das Öl ausgeht (um Scheich Jamani zu zitieren).

Was die Marktdynamik betrifft, so sind Aktien weniger dramatisch gestiegen als im Vorfeld des Börsencrashs 1987. Damals war auch das Gewinnwachstum nicht stark.

Wie schon 1998 könnte es durchaus einen Anleger am Markt geben, der ein unverantwortlich hohes Leverage aufweist. Aber im Klima seit der globalen Kreditkrise wagen wir es zu bezweifeln, dass ein solcher Investor die gleiche Systemrelevanz hätte wie der LTCM-Hedgefonds. Hedgefonds scheinen insgesamt unlängst nur wenig Leverage eingesetzt zu haben. Andernfalls wären sie in den letzten fünf Jahren nicht hinter den steigenden Aktien- und Anleihemärkten hinterhergehinkt.

Unlängst war mit Sicherheit eine Überhitzung im Technologiesektor auszumachen, aber die Bewertungen sind weniger ausgereizt als 2000 (bei einem sektorspezifischen KGV von 5–6 in den USA verglichen mit damals 11–12). So mögen die Geschäftsmodelle von Unternehmen im Bereich der sozialen Medien durchaus fragwürdig sein, die Mentalität ist heutzutage aber wesentlich weniger abgehoben als damals.

Fusionen und Übernahmen befinden sich dem Volumen nach auf Allzeithochs, nehmen sich aber als Anteil an der Aktienmarktkapitalisierung weniger beachtlich aus. Die Übernahmeprämien liegen unter dem Durchschnitt, und es finden kaum Finanzierungen rein über Aktien statt (was

ein Anzeichen für einen Aktienmarkt auf Blasenterrain sein kann). Die branchenübergreifenden Eskapaden, durch die sich die Bestrebungen der 2000er Jahre zur Schaffung von Unternehmensimperien auszeichneten, lassen sich dankenswerterweise momentan noch nicht ausmachen.

Natürlich standen die Kreditmärkte im Epizentrum der Krise 2008. Damals wie heute verlagerten sich die Anleger bei ihrer „Renditejagd“ auf Titel von geringerer Bonität. Die Spreads haben sich beinahe auf die damals verzeichneten Niveaus eingeengt und die Renditeniveaus sind niedriger. Die Verzinsungen spekulativer Anleihen in Europa gingen erstmals vorübergehend unter die Dividendenrenditen an den Aktienmärkten zurück.

„Covenant-Lite“-Wertpapiere, ohne die gewöhnlich den Gläubigern gestellten Schutzmechanismen, machten 75 % der ausstehenden Leveraged Loans im Jahr 2017 aus – ein wesentlich höherer Anteil als 2007.

Die Rehabilitierung von Verbriefungen in all ihren buchstabenreichen Facetten – MBS, CMBS, CDO, CLO – und ihrer synthetischen Pendants gibt durchaus etwas Anlass zur Sorge. Das gleiche gilt für die Rückkehr der exotischeren „Payment-in-Kind“-Kredite (PIK), bei denen Emittenten die Option haben, Zinsen über weiteres Fremdkapital anstatt mit Barmitteln zu bestreiten.

Während indes die Verbriefungen steigen, liegen sie nach wie vor unter den vor der Krise verzeichneten Niveaus. Auch die Mischung ist etwas anders, mit weniger Betonung auf dem Eigenheimmarkt. Die Zahlungsausfälle bei Unternehmen bleiben gering (3.3 % in den letzten zwölf Monaten in den USA). Insgesamt erscheint die Nettoverschuldung nicht überzogen und weist verhältnismässig längere Laufzeiten auf. Ferner ist der Anteil an Finanzierungen über Anleihen höher als sonst. Sprunghafte Anstiege ereignen sich indes in der Regel nach einem Gewinneinbruch, und nicht davor. In der Gesamtschau erscheint Private-Equity wohl anfälliger, stellt aber ein geringeres systemisches Risiko dar (auch wenn das Exposure von Banken in den USA eventuell bis zu 5 % der insgesamt vergebenen Geschäftsbankkredite entspricht).

Eine jüngste Ausweitung im sogenannten TED-Spread (zwischen dem Zins, zu dem Banken untereinander Kredite gewähren und dem niedrigeren Zinssatz, den die US-Regierung auf kurzfristige Anleihen zahlt) und im LIBOR-OIS-Spread liess einige Alarmglocken schrillen: Diese Signale könnten auf Stress im Bankensektor hindeuten (Abbildung 3). Spreads können sich ausweiten, weil die Anleger Zuflucht in sicheren Anlagewerten suchen, oder weil der LIBOR steigt, da die Banken untereinander bei der Kreditvergabe misstrauisch werden.

Die letzte Ausweitung scheint jedoch relativ harmlos zu sein und Verzerrungen im Zusammenhang mit der Steuerreform, dem Ende der quantitativen Lockerung und der staatlichen Finanzierung in den USA widerzuspiegeln. Die Banken sind auf beiden Seiten des grossen Teichs besser kapitalisiert als 2007.

Einige massgebliche Institute könnten mitunter kurz vor dem Einfahren hoher Verluste stehen. Auch haben es einige namhafte Investoren bereits geschafft, ihre Boote in stillen Gewässern auf Grund laufen zu lassen. Der Hochfrequenz- und der ausserbörsliche Handel („Dark Trading“) sind in einer Krise grösstenteils noch unbewährt und könnten durchaus dazu beitragen, dass es zu einer solchen kommt. Synthetische ETFs und (wie im Februar zu sehen war) Strukturen für den Volatilitätshandel können für Enttäuschungen sorgen. Die Blase bei den Kryptowährungen wird einige Anleger stark treffen, wenn sie platzt.

Bis dato scheinen aber weder der Wirtschaftszyklus noch die Märkte besonders anfällig zu sein.

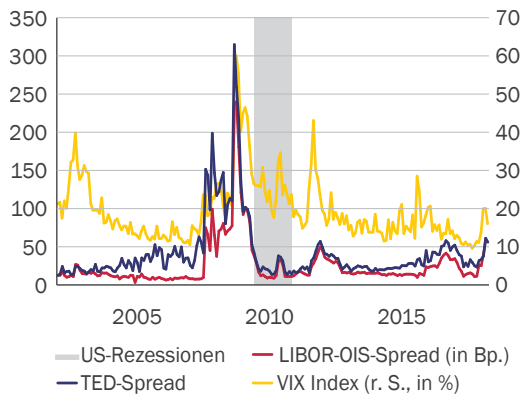
Potenzielle neue Übeltäter?

Trotz all der Spekulationen hat die **Gesamtverschuldung** keine der bisher zu beobachtenden Krisen verursacht.

Könnte sie jedoch zu einer Krise führen? Bei „Analysen“ werden in der Regel alle finanziellen Verbindlichkeiten identifiziert, anschliessend beklagt, wie hoch sie sind, und dann die Schlussfolgerung getroffen, dass wir dem Untergang geweiht sind.

Abbildung 3: Marktrisikoindikatoren

Geldmarkt-Spreads und der VIX



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Die Realität ist jedoch viel differenzierter. Eine wohlhabende Welt hat mehr Vermögenswerte, und denen haben in Bilanzen, die ja ausgeglichene Salden aufweisen, auch mehr Verbindlichkeiten gegenüberzustehen.

Der IWF, McKinsey und andere erinnern uns gerne daran, dass die Verschuldung aktuell noch höher ist als 2008. Allerdings ist auch die Weltwirtschaft um ein Drittel grösser als damals. Diese grosse weltwirtschaftliche Bilanz stand dem Wachstum nicht im Wege und muss ihm demnächst auch kein unmittelbares Ende setzen.

Aber selbst wenn die Welt niemals insolvent werden kann, sie kann sicherlich illiquide werden, ob nun aufgrund des Zahlungsausfalls von Konsumenten, Unternehmen oder gar von kleinen Ländern, was uns wieder auf die bereits erwähnte Beobachtung des Kreditumfelds zurückbringt.

Volkswirtschaften der Schwellenländer können aufgrund steigender Zinsen in den USA und eines stärkeren US-Dollar Risiken ausgesetzt sein. So hatte die Asien-Krise 1997 sicherlich auf längere Sicht breitere Auswirkungen. Wie jedoch schon angemerkt, weist dieser Zyklus bislang kaum Exzesse auf. Die jüngsten Schwierigkeiten von Argentinien scheinen grösstenteils hausgemacht und leider nicht ungewöhnlich zu sein. Weder die Ereignisse dort noch in Venezuela dürften weltweit zu Stress im Finanzsystem führen.

China wird häufig als möglicher Auslöser für die nächste globale Krise gesehen, entweder aufgrund einer harten Landung der Wirtschaft und/oder einer Krise infolge der rapide wachsenden Verschuldung des Landes. Wenn es schon schwierig genug ist, für die USA und Europa Prognosen zur weiteren Entwicklung der Konjunktur anzustellen, dann ist das Vertrauen in die nur wenig transparente Wirtschaft Chinas wohl noch spärlicher gesät. Dort kontrolliert die Regierung nach wie vor weite Teile der Wirtschaft. China weist einen Handelsüberschuss auf. Die Kapitalbilanz ist grösstenteils geschlossen und das Land ist ein grosser internationaler Gläubiger (mit Auslandsreserven von nach wie vor 3 Billionen USD, ungeachtet aller Unkenrufe, dass diese schwinden würden).

Die Auswirkungen auf die übrige Welt im Falle eines geringeren Wachstums und/oder deutlich steigender Kreditausfälle in China werden unter Umständen gar nicht so gross sein.
Wir bezweifeln, dass es weder zum einen noch zum anderen Szenario kommen wird, und konzentrieren uns stattdessen auf die Gründe, die langfristig für eine Anlage in einer Volkswirtschaft sprechen, die bislang mehr Menschen aus absoluter Armut befreit hat als jede andere.

Geopolitische Risiken bestehen in vielerlei Formen. Die Auffassungen können hier in einem noch grösseren Masse als im Falle der Wirtschaft deutlich von der Realität abweichen: Auch wenn die Welt nicht unbedingt gefährlicher ist, herrscht landläufig oftmals ein anderer Eindruck vor. Geopolitische Risiken lassen sich im Gegensatz zur Anzahl an bewaffneten Konflikten insgesamt nur schwer erfassen. Einige Analysten verfolgen jedoch Kommentare in den Medien und erstellen Zeitreihen, wie in Abbildung 4 aufgezeigt.

Wie oft von uns erwähnt, haben geopolitische Ereignisse nicht immer Einfluss auf die Märkte genommen. Diese können sich oft kaltschnäuzig auf die Rentabilität und Zinsen statt auf humanitäre Angelegenheiten konzentrieren. Wir sind nicht überrascht, dass in dieser Hinsicht kaum eine Verbindung besteht. Das heisst aber nicht, dass sich das in Zukunft nicht ändern kann.

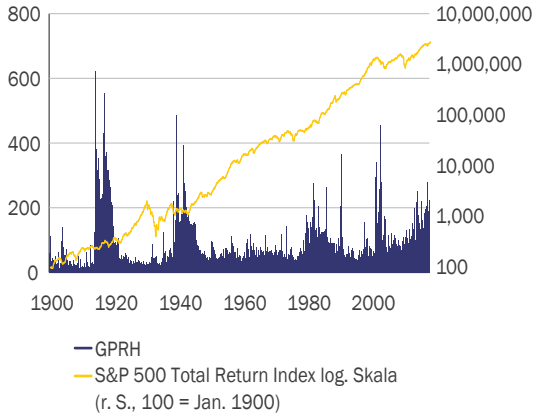
Vorerst erachten wir trotz der anhaltend aufflammenden Konflikte im Nahen Osten die Risiken als eher ausgewogen.

Die Welt muss nicht untergehen, nur weil im Weissen Haus ein unorthodoxer Präsident residiert. China weiss, dass es die Wirtschaft mit dem meisten Protektionismus hat, und nicht die USA. Die Regierung des Landes hat bislang auf die Provokationen aus den USA recht massvoll reagiert, und das nicht nur in Bezug auf den Handel: So hat China im Hintergrund sicherlich einige Fäden gezogen, als es darum ging, die Spannungen rund um Korea abzukühlen.

Ein weiteres potenzielles Risiko ist die **Ablehnung des kapitalistischen Wirtschaftsmodells** in politischen Wahlen weltweit. Ob die Ungleichheit wirklich gestiegen oder ebenso besorgniserregend

Abbildung 4: Geopolitisches Risiko

Index zum geopolitischen Risiko und US-Aktienrenditen (log. Skala)



Quelle: Dario Caldara und Matteo Iacoviello, Bloomberg, Rothschild & Co

Hinweis: Dieser geopolitische Risikoindex (GPRH) erfasst monatliche Äusserungen im Zusammenhang mit geopolitischen Spannungen in drei US-Zeitungen seit 1899.

ist wie Armut, ist strittig (siehe unsere Abhandlung im letzten Monat). Die Wahrnehmung ist hier unter Umständen erneut ausschlaggebend. Zweifelsohne liegt der Gewinnanteil am Wirtschaftskuchen tendenziell auf historisch hohen Niveaus.

Während die Populisten den Wählern weismachen, dass ihre Unzufriedenheit anderen zuzuschreiben ist, machen dafür nicht alle den Kapitalismus verantwortlich. Die Gegenreaktion, die den Brexit und Corbyn hervorbrachte, hat uns auch Trump – und Macron – geliefert. Wie wir schon einmal bemerkt haben, bedeutet ein Aufbegehren gegen die Machtstrukturen nicht unbedingt ein Aufbegehren gegen Unternehmen.

Das Fazit?

Wenn wir uns festlegen müssten, dann würden wir auf eine altmodische Flaute für diesen Aufschwung setzen (Inflations- und Zinsrisiko in einer US-Wirtschaft mit Vollbeschäftigung). Das hat allerdings eventuell noch Zeit. Wir konzentrieren uns weiterhin auf den Portfolioschutz und nicht auf eine breitere defensive Restrukturierung.

Möglich ist immer, dass diese positive – allerdings kaum mit Überraschungen aufwartende – Episode einfach im Sande verläuft und eher mit einem Gewimmer als mit einem Knall zu Ende geht.

Das wäre wahrlich eine Premiere.

Anlagerelevante Schlussfolgerungen

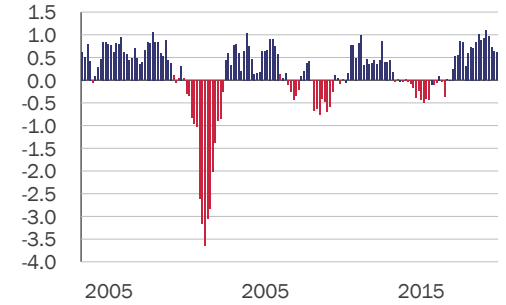
In Erwartung eines (längst überfälligen) Aufschwungs der Volatilität gegenüber den niedrigen Niveaus im vergangenen Jahr halten unsere Portfolioverwalter einige Absicherungen. Das Anlageklima bleibt u. E. konstruktiv. Wir erachten die Bewertungen von Aktien als anspruchsvoll, aber nicht völlig ausgereizt. Tiefgreifendere Portfolioumschichtungen könnten bei einer Markterholung für uns abträglich sein. Steuersenkungen und das Wachstum in den USA sorgen in den USA für Luft nach oben. Das Zinsrisiko bleibt moderat, und ein Handelskrieg sowie breiter angelegte geopolitische Krisen lassen sich vermeiden. Auf lange Sicht können Aktien auch künftig über der Inflation liegende Erträge erzielen.

- Staatsanleihen haben nach wie vor keine Niveaus erreicht, zu denen sie langfristiges Wertpotenzial bieten. Die meisten Renditen verharren deutlich unter den wahrscheinlichen Inflationsraten. Unternehmensanleihen von hoher Qualität dürften ebenfalls kaum positive reale Renditen erzielen. Ihre Verzinsungen sind jedoch etwas höher und zu diesem Zyklusstadium ziehen wir sie weiterhin gegenüber Staatsanleihen vor. Anleihen und liquide Mittel betrachten wir gegenwärtig als Portfolioabsicherung.
- In der Eurozone und in Grossbritannien bevorzugen wir weiterhin Anleihen mit relativ niedriger Duration. In den USA sind wir eher neutral positioniert, wobei uns inflationsgeschützte Anleihen durchaus attraktiv erscheinen. Während spekulative Anleihen noch von der konjunkturellen und geldpolitischen Unterstützung profitieren, dürfte ihr längerfristiges Aufwärtspotenzial erschöpft sein. Abzüglich der wahrscheinlichen Ausfälle und Verluste werden die Renditen möglicherweise nicht mit der Inflationsrate mithalten können.
- In den meisten Regionen ziehen wir Aktien nach wie vor Anleihen vor, selbst in Grossbritannien, wo die Indizes grundsätzlich von globalen Trends bestimmt werden. Wir haben zwar einige wenige regionale Präferenzen, bevorzugen aber weiterhin eine Mischung aus zyklischem und langfristigem Wachstum gegenüber defensiveren anleiheähnlichen Sektoren.
- Devisengeschäfte versprechen Anlegern keinen systematischen Mehrwert. Wir sind von solchen Transaktionen noch weniger überzeugt als sonst. Die Wachstumsindikatoren in den USA haben sich weniger deutlich abgeschwächt, aber der US-Dollar ist nicht günstig, und steigende US-Zinsen dürften eingepreist sein. Das britische Pfund wurde durch schwächere Daten, erneute Spannungen rund um den Brexit und einen weiteren Aufschub in Sachen Zinserhöhungen geschwächt, erscheint uns aber sehr attraktiv bewertet. Unterdessen besteht erneut Spielraum für eine weniger entgegenkommende EZB und somit einen stärkeren Euro. Der chinesische Yuan ist relativ zum Trend überteuert. Zuträglich für die Währung waren indes die weichste aller Landungen für die chinesische Wirtschaft. Der japanische Yen ist günstig, aber die Geldpolitik des Landes bleibt die lockerste von allen. Wir heben erneut lediglich den Schweizer Franken hervor, dessen Attraktivität als sicherer Hafen gelitten hat, nachdem er endlich wieder auf seine alte Obergrenze gegenüber dem Euro zurückgegangen ist, allerdings weiterhin überteuert erscheint. Wir gehen davon aus, dass er hinter den anderen Leitwährungen zurückbleiben wird.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

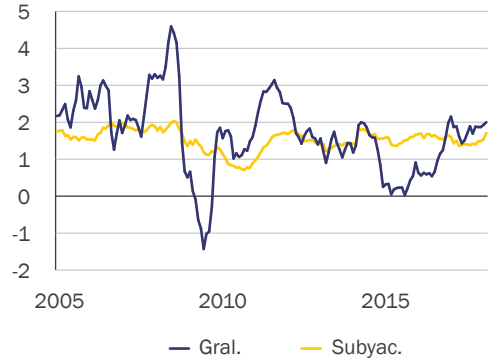
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co
Zusammenges. zukunftsger. Komponenten der Umfragen im verarb. Gewerbe: China, Deutschland, Japan, GB, USA lose gewichtet nach GDP

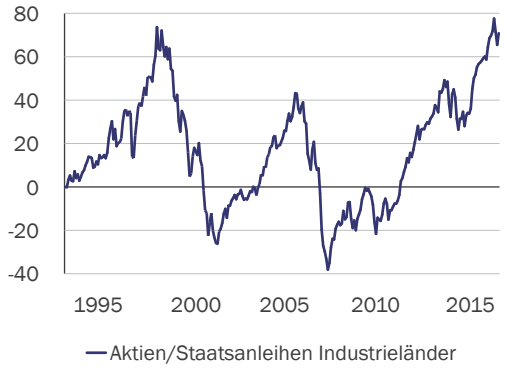
G7 Inflation

%, zum Vorjahr



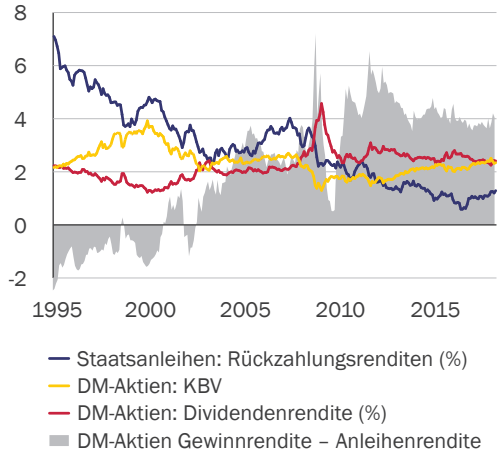
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

Aktien/Anleihen – rel. Return-Index (%)



Quelle: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Aktien/Anleihen – rel. Bewertungen



Quelle: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Anleihen

Derz. Renditen, jüngste Renditen in Lokalwährung

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
10-J.-US-Treasury	3.0	-2.7	-0.0
10-J.-US-Gilt	1.4	-1.6	9.2
10-J.-Bundesanleihen	0.6	-1.0	2.5
10-J-Staatsanleihen (Schweiz)	0.1	-0.8	1.1
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.1	-0.1	3.3
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.9	1.4	6.3
Globale Anl.: Hochzins (USD)	5.8	3.2	18.3
EM (USD)	5.3	0.9	12.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

Dividendenrendite, jüngste Renditen in Lokalw. (MSCI-Indizes)

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.4	11.8	24.2
DM	2.4	10.8	24.0
EM	2.4	20.6	24.0
US	1.9	12.6	32.0
Eurozone	2.9	4.8	12.5
GB	4.1	8.0	19.9
Schweiz	3.3	3.6	8.2
Japan	2.0	17.0	13.1

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	103	-5.4	3.0
Euro (EUR)	126	6.5	11.8
Yen (JPY)	88	-3.2	11.1
Pfund (GBP)	78	-0.4	-12.1
Schweizer Franken (CHF)	149	-6.2	-7.1
Chin. Yuan (CNY)	136	4.8	-2.2

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	202	11.1	-12.0
Brent Rohöl ($/b)	75.2	45.3	12.6
Gold ($/oz.)	1,315	3.7	11.1
Industriemetalle (1991 = 100)	274	20.8	7.9
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	15.9	47.2	9.5
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	50.4	-16.3	-33.1

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per 30. April 2018.

Hinweise

Rothschild Private Wealth bietet eine objektive langfristige Perspektive bei der Anlage, der Strukturierung und Wahrung von Kapitalanlagen, um das Vermögen unserer Kunden zu erhalten und zu steigern.

Wir bieten einigen der vermögendsten und erfolgreichsten Familien, Unternehmen und Stiftungen ein umfangreiches Leistungsspektrum.

In einem Umfeld, das häufig von einer kurzfristigen Sichtweise geprägt ist, unterscheiden wir uns mit unserer langfristigen Perspektive. Wir glauben, dass die Vermögenssicherung der richtige Ansatz bei der Vermögensverwaltung ist.

Brüssel
Avenue Louise, 166
1050 Brüssel
Belgien
+32 2 627 77 30

Frankfurt
Börsenstraße 2-4
60313 Frankfurt am Main
Deutschland
+49 69 40 80 260

Genf
Rue de la Corraterie 6
1204 Genf
Schweiz
+41 22 818 59 00

Guernsey
St Julian's Court
St Julian's Avenue
St Peter Port
Guernsey, GY1 3BP
Kanalinseln
+44 1481 705194

Hongkong
16th Floor Alexandra House
18 Chater Road
Central Hong Kong SAR
Volksrepublik China
+852 2525 5333

London
New Court
St Swithin's Lane
London EC4N 8AL
Grossbritannien
+44 20 7280 5000

Manchester
82 King Street
Manchester M2 4WQ
Grossbritannien
+44 161 827 3800

Mailand
Via Agnello 5
20121 Mailand
Italien
+39 02 7244 31

Paris
29 avenue de Messine
75008 Paris
Frankreich
+33 1 40 74 40 74

Singapur
North Tower
1 Raffles Quay #10-02
Singapur 048583
+65 6535 8311

Zürich
Zollikerstrasse 181
8034 Zürich
Schweiz
+41 44 384 71 11

Wichtige Informationen

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co lediglich zu Informationszwecken und nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers herausgegeben. Es darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden, sofern Rothschild & Co dem nicht im Voraus ausdrücklich schriftlich zugestimmt hat. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung. Der Wert einer Kapitalanlage und die mit ihr erzielten Erträge können im Falle von Anlagen in Auslandswährungen aufgrund von Wechselkursänderungen steigen oder sinken. Investitionen in Schwellenmärkten können grösseren Risiken unterliegen. Bei Portfolios, die in Anlagen und andere festverzinsliche Wertpapiere investieren, können Zinsänderungen zu Wertverlusten führen. Hedgefonds setzen häufig Fremdkapital ein; die Aufnahme von Krediten zur Ertragssteigerung und andere spekulative Anlagepraktiken erhöhen das Risiko von Anlageverlusten.

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert Rothschild & Co weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut; ausgenommen sind Fälle von Betrug. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

In Grossbritannien wird dieses Dokument von Rothschild Wealth Management (UK) Limited, in der Schweiz von Rothschild Bank AG ausgegeben. In manchen Ländern kann die Ausgabe dieses Dokuments durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich zu informieren und alle einschlägigen rechtlichen und aufsichtsbehördlichen Bestimmungen einzuhalten. Im Zweifelsfall dürfen weder dieses Dokument noch Kopien davon in die USA versandt oder mitgenommen oder in den USA in Umlauf gebracht oder an eine US-Person ausgehändigt werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Hinweise auf Rothschild & Co beziehen sich auf jedes zum Konzern der Rothschilds Continuation Holdings AG gehörende Unternehmen, das unter dem Namen «Rothschild» tätig ist, aber nicht notwendigerweise auf ein bestimmtes Rothschild & Co Unternehmen. Kein Unternehmen der Rothschild & Co Gruppe ausserhalb Grossbritanniens und keine Gesellschaft der Rothschild Trust Gruppe unterliegen dem britischen Financial Services and Markets Act aus dem Jahr 2000. Falls dennoch Dienstleistungen dieser Unternehmen angeboten werden, so gelten die britischen aufsichtsbehördlichen Schutzbestimmungen für Privatkunden nicht. Auch besteht kein Anspruch auf Entschädigung nach dem britischen Financial Service Compensation Scheme.

Zur Rothschild & Co Gruppe gehören unter anderem folgende Vermögensberatungs- und Treuhandgesellschaften:

Rothschild Wealth Management (UK) Limited. Registriert in England unter der Nummer 4416252. Sitz der Gesellschaft: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority.

Rothschild Bank International Limited. Sitz der Gesellschaft: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Lizensiert und beaufsichtigt von der Guernsey Financial Services Commission.

Rothschild Bank AG. Sitz der Gesellschaft: Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, Schweiz. Zugelassen und beaufsichtigt von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.