

Marktausblick



Wieder Normalbetrieb | Sind Aktien überteuert?

Ausgabe 94 | November 2018



Vorwort

Wie der Abverkauf im Oktober einmal mehr zeigt, handelt es sich keineswegs um unangebrachte Bescheidenheit, wenn wir darauf hinweisen, wie schwierig es ist, den Markt zeitlich richtig abzuspassen. Auch „Fundamentaldaten“ bieten nur begrenzt Sicherheit. Rezessionen können scheinbar unverhofft eintreten. Manchmal – aber nicht immer! – nehmen die Märkte dies vorweg.

Nervosität ist da verständlich. Bei den Konjunkturindikatoren kam es zu einer Wende, und es steht eine deutliche Abschwächung der Unternehmensgewinne bevor. Die US-Notenbank dürfte die Zinsen dennoch weiter erhöhen. Vor diesem Hintergrund halten die handelspolitischen Scharmützel zwischen den USA und China an, Italiens Haushaltsplan sorgt in der EU für Aufregung und ein Brexit-Abkommen für Grossbritannien ist noch nicht in Sicht.

All das ist jedoch bekannter Gegenwind und kein unerwarteter Sturm. Eine Abschwächung der Ertragslage ist noch kein rezessionärer Einbruch. und wie wir weiter unten nahelegen, sind die massgeblichen Aktienindizes nicht aussergewöhnlich überteuert.

Wenn das Anlageklima, wie wir glauben, weiterhin relativ günstig ist, stellt sich daher die Frage, wie man als Anleger reagieren sollte. Aktuelle Gewinnmitnahmen könnten sich als kurzlebig erweisen, wenn es nach überraschenden Verlusten zu einer ebenso unvorhergesehenen Erholung kommt.

Seit der globalen Finanzkrise gab es ein halbes Duzend solcher Episoden. Wenn wir jetzt aussteigen, könnte der Zug ohne uns weiterfahren. Wir empfehlen daher abzuwarten.

Worüber machen wir uns also am meisten Sorgen? Möglicherweise über eine Ausweitung des Handelskriegs. Oder die Vermutung, die Zentralbanken könnten sich in der falschen Schlacht – gegen ein illusorisches Deflationsrisiko – verausgaben. Oder den bevorstehenden Abgang einer reifen Politikerin, die etwas Anständiges, aber Unbeliebtes getan hat. Der von Kanzlerin Merkel bestätigte Rückzug von der Parteispitze und dem Kanzleramt droht, das europäische Projekt seiner Führung zu berauben. Was immer man auch von der Wirtschaft der EU halten mag: Dies ist ein ernüchternder Monat, in dem wir uns an ihre *raison d'être* erinnern sollten.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild & Co 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 & Co Wealth Management
Erscheinungsdatum: November 2018.
Stand der Daten. 31. Oktober 2018.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Wieder Normalbetrieb

Risiken als fester Bestandteil des Investmentgeschäfts

„Oktober: Dies ist einer der besonders gefährlichen Monate, um am Aktienmarkt zu spekulieren. Die anderen sind Juli, Januar, September, April, November, Mai, März, Juni, Dezember, August und Februar.“

– Mark Twain

Aktienmärkte von bemerkenswerter Ruhe geprägt

Die von Mark Twain angeführten „besonders gefährlichen Monate“ haben sich in letzter Zeit in der Tat rargemacht. In den zehn Jahren seit der globalen Finanzkrise geben sich die globalen Kapitalmärkte grösstenteils sanftmütig und erzielten einige der besten nachhaltigen Renditen ihrer Geschichte, obschon Marktbeobachter aus allen möglichen aufregenden Gründen das unmittelbar bevorstehende Ende der Welt ausriefen.

Seit 2016 ist der Mangel an Volatilität ein erstaunliches Phänomen. Anleger und Anlageberater mussten vielleicht daran erinnert werden, dass die Märkte turbulent sein und sowohl fallen als auch steigen können.

Der jüngste Hinweis kam im Oktober. In diesem Monat erzielten die meisten Aktienmarktindizes und Sektoren markante Verluste. Der All-Countries Index verlor gegenüber seinem September-Hoch in etwa 10%.

Zugleich fielen auch die Ölpreise deutlich, während sich andere Rohstoffpreise als

widerstandsfähiger erwiesen. Die meisten Staatsanleihen, Gold und der japanische Yen („sichere“ Anlagen) erholten sich, wenn auch nur leicht. Unterdessen lag die Rendite auf zehnjährige US-Staatsanleihen weiterhin bei über 3%.

Abgesehen von der bisherigen Stabilität erscheinen die aktuellen Verluste an den Aktienmärkten nicht ungewöhnlich. Seit 2009 gab es wohl ein halbes Duzend ähnlicher Episoden (Abbildung 1).

Noch ist nicht sicher, wodurch diese Verluste bedingt sind, wenn es überhaupt einen handfesten Grund dafür gibt. Die Lage sollte nicht überanalysiert werden.

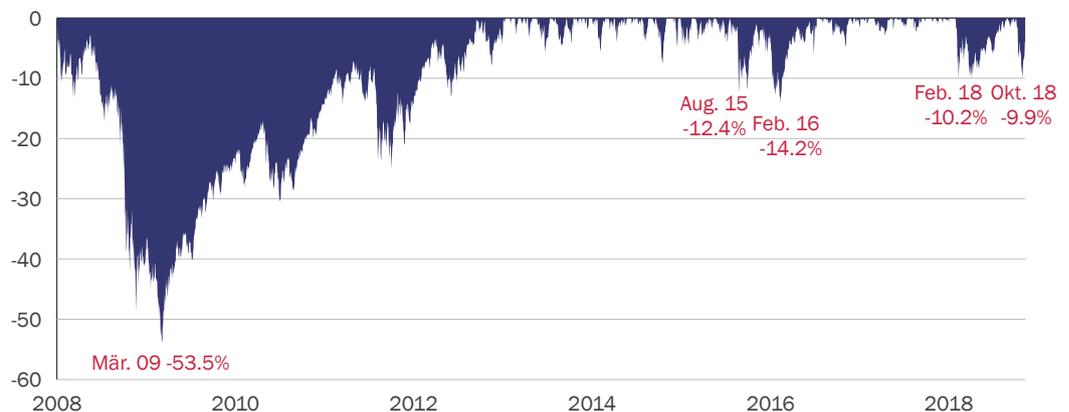
Es gibt genügend Anlass zur Sorge...

Analysten, die vorschnell dazu raten, sich keinerlei Sorgen zu machen, liegen eventuell falsch, denn es gibt schliesslich immer Anlass zur Sorge. Der offene Charakter von Aktienanlagen, der sie zu derart guten langfristigen Anlagen macht, kann sich erschreckend schnell ins Gegenteil verkehren.

Die Erfahrung zeigt, dass sich Wirtschaftskrisen manchmal vollkommen unerwartet einstellen können. Unternehmensgewinne können ohne grosse Vorwarnung einbrechen. Grosse Finanzinstitute können von der Landkarte verschwinden. Als Aktienanleger sind wir an Unternehmen beteiligt und somit diesen

Abbildung 1: Jüngste Verluste bei Aktien nicht ungewöhnlich

Verluste im S&P-Index seit Oktober 2007 (in %)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co
Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

unvermeidbaren und zahlreichen Risiken ausgesetzt. Wie eine Binsenweisheit sagt: Aktienmärkte steigen auf der Rolltreppe an, kommen aber mit dem Aufzug nach unten. Eine hundertprozentige Gewissheit ist nicht möglich.

Zu den bekannten Marktbedrohungen gehören:

- Enttäuschende Unternehmensgewinne, ob vereinzelt oder aufgrund:
 - einer autonomen Wirtschaftskrise
 - einer strafferen Geld- oder Fiskalpolitik, die eine Abkühlung einläutet
 - eines umfangreichen Handelsprotektionismus oder angebotsbedingten Anstiegs der Ölpreise.
- Eine überbordende Verschuldung Italiens, chinesischer Unternehmen oder der US-Immobilienkäufer, die zu Finanzkrisen, Risikoscheu und schwachen Gewinnen führt.
- Geopolitische Verwerfungen und Unwägbarkeiten, etwa ausgelöst durch unsensibles Verhalten seitens der USA, den Brexit oder Nordkorea, die zu einer Flucht in als sicher wahrgenommene Anlagewerte führen.
- Überbordende Bewertungen.

...allerdings hat sich die Lage nicht plötzlich verschlechtert

Der Markt könnte etwas vorausahnen. Wie jedoch bereits erwähnt, ist das nicht immer der Fall. Der US-Wirtschaftsexperte James Tobin ist für die witzige Bemerkung bekannt: „Der Aktienmarkt hat neun der letzten fünf Rezessionen vorhergesehen“.

Bislang scheint die nächste US-Rezession noch auf sich warten zu lassen, obschon sich bereits einige Konjunkturindikatoren abgekühlt haben (Seite 7). Die Fed strafft die geldpolitischen Zügel. Dennoch befinden sich die Zinsen und Anleihenrenditen in den USA nach wie vor auf historischen Tiefständen. Die Unternehmensergebnisse sind ungeachtet einiger namhafter Enttäuschungen robust. Auf politischer Ebene ist es zu keinen neuen Eskalationen gekommen, die sich auf die Märkte auswirken könnten.

Die Strafzölle der USA, Italiens Staatshaushalt und der Brexit sind allesamt besorgniserregend, haben aber nicht an Dringlichkeit gewonnen und müssen keineswegs ein böses Ende nehmen. Unlängst kam es zu den Zwischenwahlen in den USA, deren Ausgang weithin erwartet wurde.

Da Präsident Macrons Reformen an Dynamik einbüßen, könnte die Bestätigung seitens Kanzlerin Merkel, dass sie sich 2021 nicht mehr zur Wahl stellen wird, wieder Skepsis im Hinblick

auf die Führung des EU-Projekts zufolge haben. Vorerst bleibt diese Sorge jedoch noch eher im Hintergrund.

Währenddessen spricht das Gesamtbild weiterhin für eine solide Rentabilität und eine allmähliche geldpolitische Normalisierung. Wie wir untenstehend vermerken, sind die Bewertungen nicht alarmierend hoch.

Die breitangelegten Aktienmarktverluste und die fehlende Rallye von „sicheren“ Anlagewerten lässt vermuten, dass möglicherweise – wie im Jahr 2016 – Gewinnmitnahmen institutioneller Anleger verantwortlich waren und nicht tiefer liegende makroökonomische Gründe.

Unbekannte Risiken?

Wenn wir Prognosen über die Zukunft stellen, sind wir häufig ungewollt Gefangene der Vergangenheit. Vor uns können alle möglichen und unvorhersehbaren Risiken liegen.

Letztlich müssen wir unvoreingenommen bleiben und eine gewisse Portfolioabsicherung betreiben. Gegen manche Risiken, die in finanzieller Hinsicht einem Asteroideneinschlag entsprechen, kann man sich einfach nicht absichern. Damit Versicherer auszahlen, müssen sie auch überleben.

Wie geht es weiter?

Worüber wir uns jedoch Sorgen machen, ist ein „zweiter abgeleiteter“ Effekt: Ein starkes US-Wachstum und Steuersenkungen haben für die Unternehmen 2018 zu einem derartigen Boom geführt, dass der Eindruck besteht, von hier aus seien keine weiteren Verbesserungen möglich.

Ein beträchtliches Nachlassen der Gewinne im Jahr 2019 vor dem Hintergrund steigender US-Zinsen ist möglicherweise unvermeidbar. Dies könnte zu der von uns bereits genannten Ertragsenttäuschung führen. Dämmert inzwischen die Erkenntnis?

Falls ja, könnten langfristig investierende Anleger die Belastung durchaus verkraften. Das wahrscheinliche Ertragsniveau, an dem es zu der unvermeidbaren Abkühlung kommt, könnte indes höher liegen als aktuell erwartet. Ein langsames Wachstum anstelle eines regelrechten Einbruchs würde die meisten Bewertungskennzahlen intakt lassen.

Wir sind hoffentlich nicht gutgläubig genug, um von „dauerhaft hohen“ Ertragsniveaus auszugehen. Allerdings waren wir vor dieser Korrektur der Auffassung, dass Aktien ein gutes langfristiges Wertpotenzial bieten, und daran hat sich nichts geändert. Wir glauben weiterhin, dass sie für langfristig orientierte Anleger die beste Chance bieten, um Renditen, die über der Inflation liegen, zu erzielen.

Sind Aktien überteuert?

„Heute kennt man von allem den Preis und von nichts den Wert.“
– Oscar Wilde

Aktien richtig zu bewerten ist nicht einfach, und die Geschichte hat sich bisweilen als grausam erwiesen. Finanzpresse und Zentralbanken behaupten seit Jahrzehnten, Aktien seien überbewertet. Die Modelle von Wachstumsanlegern brachen mit den Renditen auf Staatsanleihen in sich zusammen. Unterdessen glauben Substanzanleger, wie Mozart über ein „absolutes Gehör“ zu verfügen.

Den entscheidenden Hinweis liefert das Wort „Markt“. Letztlich werden Preise subjektiv entschieden: Bleiben die Käufer aus, dann bricht der Preis ein. Gibt es keine Verkäufer, dann schnell er in die Höhe.

Wir sind um Objektivität bemüht, indem wir die Kurse beispielsweise mit Gewinnen, Buchwerten und Abschlägen vergleichen. Hier kommt es aber oft zu Schwankungen. Selbst wenn diese Kennzahlen nicht derart häufig schwanken würden – unsere Einschätzungen können sich jederzeit ändern.

Wenn wir nahelegen, dass Aktien günstig bewertet oder überteuert sind, handelt es sich dabei nur um unsere Meinung. Nirgendwo ist das Konzept der finanziellen Präzision so illusorisch wie im Bereich der Bewertung. Es gibt keine Absolutwerte - kein absolutes Gehör.

Was können wir also Nützliches über Aktienbewertungen sagen? Kam es zu den Verlusten im Oktober, weil sie überteuert waren?

Wir glauben das eher nicht. Wir versuchen offen zu bleiben, wollen aber, dass unsere Kennzahlen den gesamten Markt abdecken, und nicht nur einige Länder und Sektoren (oder Medianwerte von Unternehmen). Ferner wollen wir zuverlässige Daten einsetzen, was hundertjährige Vergleiche ausschließt.

Unser Hauptargument für Anlagen in Aktien, d. h. Beteiligungen an Unternehmen, besteht in unserem Wunsch, am Wirtschaftswachstum teilzuhaben. Wenn wir die Meinung vertreten, dass Aktien ein gutes Wertpotenzial bieten, müssen wir eine gewisse Verbindung zu diesem Wachstum erkennen können, wie locker diese auch immer sein mag. Die meisten langfristigen Kursgewinne sind auf Unternehmensgewinne zurückzuführen (Abbildung 2).

Momentumbasierte Indikatoren

Ein minimalistischer Ansatz vergleicht Aktienkurse einfach mit ihren Trends. Dabei handelt es sich nicht wirklich um eine „Bewertung“ an sich. Aber wenn Händler ihre Entscheidungen auf einen Aktienindex stützen, der beispielsweise unter seinen 200-tägigen gleitenden Durchschnitt fällt, könnte dies einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung gleichkommen. Wir setzen nicht oft auf solche Trends, denn sie sind kurzfristig ausgerichtet und ignorieren das oben genannte Wachstum.

Auf Mittelflächen basierte Bewertungen

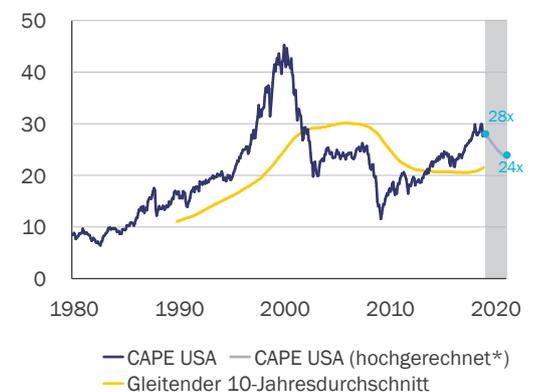
Die herkömmlichsten Ansätze vergleichen Preise mit Ertragskennzahlen wie Gewinne, Dividenden, Cashflows, Umsätze oder das EBITDA (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen).

KGVs, also Kurse geteilt durch Gewinne, können als die Anzahl der Ertragsjahre Ihrer Anlagekosten verstanden werden. Alternativ dazu können sie auf den Kopf gestellt als Renditen interpretiert werden, was gewöhnlich unserer Definition von Dividenden entspricht.

Erträge unterliegen Schwankungen. Gewinne sind zyklischer Natur, und Abschreibungen in der Bilanz können sehr hoch ausfallen (wie etwa im Jahr 2008, siehe Abbildung 2). „Zyklisch adjustierte“ KGVs (CAPE bzw. Shiller-KGVs)

Abbildung 2: Aktienbewertungen nicht extrem

CAPE der Industrieländer und Trend



Quelle: MSCI, Rothschild & Co
* CAPE wurden bis zum 31.12.2020 unter der Annahme eines fehlenden Gewinnwachstums und keiner Änderungen auf Indexebene bei einer jährlichen Inflation von 2% hochgerechnet. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

bedienen sich eines zehnjährigen gleitenden Durchschnitts (häufig inflationsbereinigt), um die Gewinne zu glätten. In den USA fielen die Gewinne 2008/09 aber derart drastisch, dass sie sich auf die zehnjährigen Durchschnittswerte niederschlugen. Sobald dieser Rückgang keine Rolle mehr spielt, dürfte der Nenner im Shiller-KGV eine Zeit lang wohl weiter wachsen und die Bewertungen fallen, selbst wenn die Gewinne von nun an stagnieren.

KUVs und Kurs/EBITDA-Verhältnisse werden unterdessen beliebter, haben für Finanzunternehmen, die einen grossen Sektor am Markt stellen, aber wenig Aussagekraft.

Bilanzbasierte Kennzahlen

In der Regel sind das Eigenkapital oder die „Buchwerte“ – von den beiden wesentlichen Ausnahmen der Banken im Jahr 2008 und der Telekommunikations- und Medienunternehmen im Jahr 2002 abgesehen – relativ stabil. Daher bieten sie ebenfalls einen nützlichen Vergleichswert.

Oftmals werden Verschuldungsquoten oder Leverage Ratios verwendet. Aber auch hier können im Falle von Banken die Daten schwierig zu interpretieren sein.

Der „Tobinsche Quotient“ vergleicht die Aktienkurse mit dem Substanzwert eines Unternehmens. Hierbei soll es sich um eine absolute Kennzahl handeln, aber häufig sind die Daten unzulänglich oder nicht verfügbar, und das Konzept selbst wird missverstanden.

DCF-Ansätze (Discounted Cashflow)

Bei diesen Ansätzen wird ein risikoloser Abschlag eingesetzt, in der Regel die Renditen auf Staatsanleihen, der häufig angepasst ist, um die grösseren Risiken von Aktien zu berücksichtigen.

In der einfachsten Form werden dabei die Renditen von Aktien mit denen von Anleihen

verglichen: Das sogenannte „Fed-Modell“ basierte auf der Beobachtung, dass sich diese beiden Renditen für einen Grossteil der 1980er und 1990er Jahre im Tandem bewegten.

Theoretisch lassen sich komplexere Versionen zur Konstruktion absoluter Bewertungen einsetzen, die nicht nur zeigen sollen, ob Bewertungen im Vergleich zur Vergangenheit hoch oder niedrig sind, sondern auch, ob sie „fair“ sind. In der Praxis sind die Schlussfolgerungen jedoch sehr empfindlich gegenüber geringfügigen Änderungen der Inputannahmen.

Fazit

Einige der vielen von uns am genauesten beobachteten Bewertungskennzahlen werden in Abbildung 3 zusammengefasst.

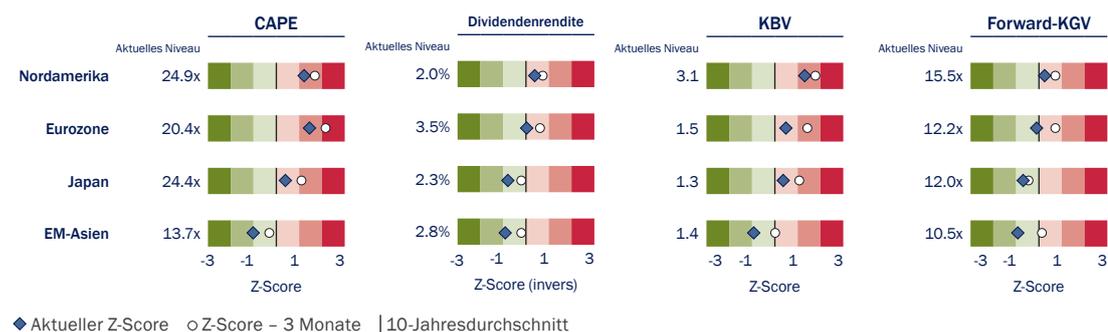
Nicht enthalten sind DCF-Kennzahlen, obschon wir auf Seite 7 routinemässig auf Aktien- und Anleihenrenditen Bezug nehmen. Die Anleihenrenditen waren bis zuletzt derart ungewöhnlich niedrig, dass diese Kennzahlen wahrscheinlich zu nachgiebig gewesen wären.

Generell lagen die meisten Kennzahlen vor dem Abverkauf deutlich über ihren zehnjährigen Trends. Die Abweichungen waren indes nicht beispielloser oder alarmierender Natur. Allerdings verdienten sie es in einem günstigen Wirtschaftsumfeld (im Gegensatz zu den 1970er Jahren und Anfang der 1980er Jahre, als diese Trends niedriger waren und die „normalisierten“ Zinsen wesentlich höher) nicht, auf die Goldwaage gelegt zu werden. Schliesslich handelt es sich hier, wie bereits erwähnt, nicht um ein Präzisionswerk.

Mittlerweile befinden sich die Bewertungen wieder näher an diesen Trends. Welche Richtung die Märkte demnächst auch einschlagen werden: Wir bezweifeln, dass dafür die Bewertungen verantwortlich sein werden.

Abbildung 3: Aktienbewertungen unspektakulär? Niveaus und Z-Scores (Abweichung vom Trend)

Ausgewählte Bewertungskennzahlen (ohne zinsbezogene Kennzahlen). Z-Scores berechnet als Standardabweichungen vom Trend.



Quelle: Datastream, MSCI, Rothschild & Co
Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

Anlagerelevante Schlussfolgerungen

Unsere Top-down-Sicht ist unverändert. Um sich vor möglicherweise volatilen Aktienkursen zu schützen, sind unsere Portfoliomanager Absicherungsgeschäfte eingegangen. Allerdings bleiben wir im Hinblick auf eine defensivere Restrukturierung skeptisch, da sie uns im Falle einer Erholung am Markt abhängen könnte. Das Wirtschaftsumfeld bleibt konstruktiv, und die Aktienbewertungen befinden sich wieder nahe am Trend. Steuersenkungen und das Wachstum in den USA haben 2018 für deutliches Aufwärtspotenzial gesorgt. Das Zinsrisiko bleibt moderat und die geopolitischen Risiken lassen sich eventuell steuern. Auf lange Sicht können Aktien auch künftig über der Inflation liegende Erträge erzielen.

- Auf inflationsbereinigter Basis erschienen die langfristigen Anleihenrenditen in den USA nach wie vor niedrig, selbst nach dem jüngsten Anstieg. Andere Märkte für Staatsanleihen sind weiterhin teurer, da die meisten Nominalrenditen unter den wahrscheinlichen Inflationsraten verharren. Wir ziehen weiterhin Unternehmensanleihen von hoher Bonität gegenüber Staatsanleihen vor, allerdings sind auch diese überteuert. Das Potenzial für eine überdurchschnittliche Entwicklung nimmt ab, insbesondere in der Eurozone, wo die Käufe der Europäischen Zentralbank bald eingestellt werden und lokale Bonitätsbedenken für Banken ein gewisses Risiko darstellen. Wir betrachten gegenwärtig Anleihen und liquide Mittel nach wie vor als Teil der 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. Das längerfristige Aufwärtspotenzial von spekulativen Anleihen ist erschöpft. Abzüglich der wahrscheinlichen Ausfälle und Verluste werden die Renditen möglicherweise nicht mit der Inflation mithalten können. Selbst nach ihrem umfangreichen Abverkauf spricht für uns nichts dafür, Anleihen der Schwellenländer in unsere Multi-Asset-Portfolios aufzunehmen.
- In den meisten Regionen ziehen wir Aktien weiterhin Anleihen vor, selbst in

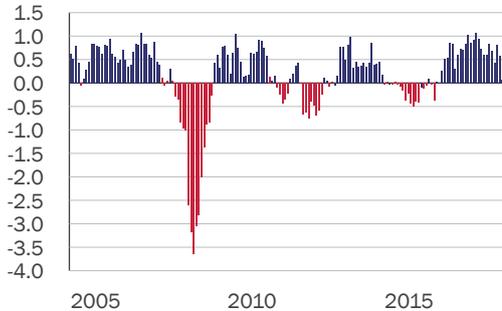
Grossbritannien, wo die wichtigen Indizes grundsätzlich von globalen Trends bestimmt werden. Obwohl wir der Ansicht sind, dass die strukturelle Attraktivität der asiatischen Schwellenländer ungeachtet der jüngsten Handelsspannungen und der Volatilität der Märkte weiterhin bestehen bleibt, sind unsere regionalen Überzeugungen gering. Wir bevorzugen weiterhin eine Kombination aus zyklischem und langfristigem Wachstum gegenüber defensiveren, anleihenähnlichen Sektoren.

- Devisengeschäfte bieten Anlegern keinen systematischen Mehrwert und unter den Hauptwährungen kommt es derzeit nur selten zu offensichtlichen Fehlbewertungen. Die Konjunktur und der Zins-Carry begünstigen eindeutig den US-Dollar, der indes erst noch aus seiner jüngsten Handelsspanne ausbrechen muss. Das britische Pfund bleibt eine Geisel der Spannungen rund um den Brexit. Dennoch verschiebt sich der politische Mix in Grossbritannien unvermindert zugunsten der Währung und macht das Pfund durchaus wettbewerbsfähig. Zinserhöhungen der Europäischen Zentralbank stehen so bald nicht an, und es bestehen einige lokale Bonitätsrisiken, nämlich Verwerfungen im Bankensektor durch Italien und die Türkei. Zumindest ist das Programm der quantitativen Lockerung nun fast abgeschlossen, der Euro ist recht günstig und wir bewerten das Desaster-Szenario in Bezug auf den Euro mit Skepsis. China hat vorsorglich seine Währungspolitik gelockert und der Yuan ist auf sein Trendniveau gefallen. In Bezug auf die langfristige Kaufkraftparität war er anfangs allerdings bereits sehr wettbewerbsfähig und ist es jetzt umso mehr. Der japanische Yen ist günstig, aber die Geldpolitik des Landes bleibt die lockerste von allen. Wir heben lediglich den Schweizer Franken unter den grossen Währungen hervor, denn unseres Erachtens wird sein wiederbelebter Status als sichere Währung nachlassen. Ferner bleibt er auf Basis der Kaufkraftparität überbewertet. Wie bereits erwähnt, scheint die Schweizer Wirtschaft in einer besseren Verfassung zu sein als von uns angenommen. Sollte dies künftig eine Rolle spielen, dann könnte der Schweizer Franken durchaus längere Zeit stärker tendieren.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

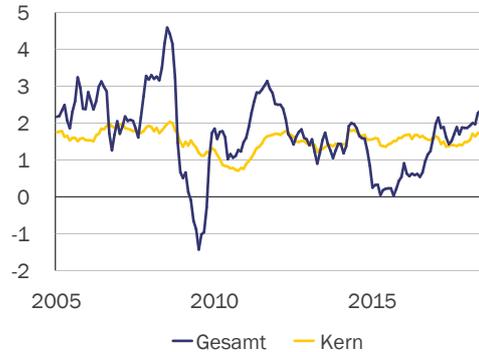
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



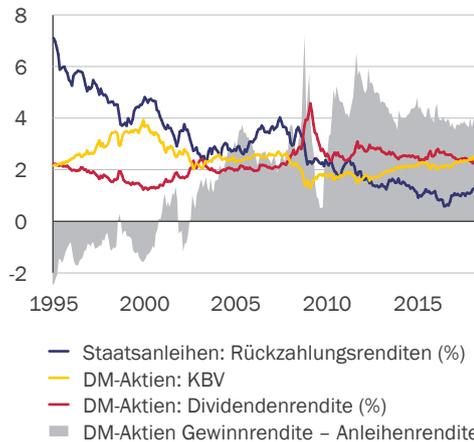
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	3.1	-3.2	-0.5
10-J.-US-Gilt	1.4	1.2	9.7
10-J.-Bundesanleihen	0.4	0.8	4.4
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.0	-0.2	-1.2
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.1	0.0	2.2
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	2.2	0.2	6.7
Globale Anl.: Hochzins (USD)	6.8	-1.0	19.9
EM (USD)	6.0	-3.4	12.6

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.6	0.7	26.0
DM	2.5	2.1	26.4
EM	3.0	-8.9	23.5
US	1.9	6.6	35.7
Eurozone	3.5	-9.2	6.6
GB	4.4	-0.9	25.8
Schweiz	3.2	0.2	11.4
Japan	2.3	-4.2	9.6

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	110	4.4	6.0
Euro (EUR)	126	2.0	9.5
Yen (JPY)	91	3.9	11.1
Pfund (GBP)	78	0.1	-15.7
Schweizer Franken (CHF)	156	2.9	-0.0
Chin. Yuan (CNY)	130	-1.9	-8.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	191	1.8	-2.4
Brent Rohöl (\$/b)	75.5	23.0	52.3
Gold (\$/oz.)	1,215	-4.4	6.4
Industriemetalle (1991 = 100)	236	-12.8	22.0
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	21.2	108.5	40.9
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	60.1	17.6	-17.7

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per 31. Oktober 2018.

Wichtige Informationen

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited 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 Wealth Management UK Limited 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 Wealth Management UK Limited 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.

Handelt es sich bei der Datenquelle in dieser Präsentation um MSCI, sind wir verpflichtet Ihnen als Nutzungsbedingung Folgendes mitzuteilen: „Weder MSCI noch eine andere an der Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der MSCI-Daten beteiligte Partei leisten ausdrückliche oder indirekte Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die infolge ihrer Nutzung zu erzielenden Ergebnisse), und sämtliche Parteien lehnen hiermit ausdrücklich sämtliche Gewährleistungen in Bezug auf die Echtheit,

Richtigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck dieser Daten ab. Unbeschadet des Vorstehenden übernehmen MSCI, die mit ihr verbundenen Unternehmen oder Dritte in Bezug auf die Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der Daten keinerlei Haftung für unmittelbare, mittelbare, besondere, Strafschadenersatz einschliessende, Folge- oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), auch dann nicht, wenn auf die Möglichkeit solcher Verluste hingewiesen wurde. Eine Verteilung oder Weiterverbreitung der Datens von MSCI ist ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI unzulässig.“

In Grossbritannien wird dieses Dokument von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited, in der Schweiz von Rothschild & Co 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 Rothschild & Co Continuation Holdings AG gehörende Unternehmen, das unter dem Namen «Rothschild & Co» tätig ist, aber nicht notwendigerweise auf ein bestimmtes Rothschild & Co Unternehmen. Kein Unternehmen der Rothschild & Co Gruppe ausserhalb Grossbritanniens unterliegt 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 Vermögensberatungsgesellschaften:

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Registriert in England unter der Nummer 04416252. Sitz der Gesellschaft: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority.

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

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

Hinweise

Rothschild & Co Wealth Management 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

Düsseldorf

Heinrich-Heine-Allee 12
40213 Düsseldorf
Deutschland
+49 211 8632 17-0

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 2131 9971

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 7111