Marktausblick

Die grosse Abkühlung? | An der Zeit

Ausgabe 87 | März 2018

Rothschild
Private Wealth

Vorwort

Der Aktienmarkt ist kein Mensch. Er verfällt nicht in Panik, feiert nicht und legt auch keine Verschnaufpause ein, obwohl häufig davon die Rede ist. Er ist auch kein Tier. Bullen- und Bärenmärkte sind nicht einfacher zu analysieren als die Wald-und-Wiesen-Variante.

Trotz unserer Tendenz, Geschehnisse zu vermenschlichen oder in Anlehnung an die Tierwelt zu interpretieren, weiss niemand genau, weshalb die Märkte sich so verhalten, wie sie sich verhalten. Wir stellen Vermutungen an und ziehen Rückschlüsse. Ohne genau zu wissen, wer nun eigentlich die Marktteilnehmer sind und aus welchen Gründen sie handeln, können wir es aber nie mit Sicherheit sagen.

Preise ändern sich manchmal auch unabhängig von tatsächlichen Transaktionen. Kurzfristige Entwicklungen sind vielleicht zufällig und bedeutungslos. Wir sollten sie daher nicht überanalysieren.

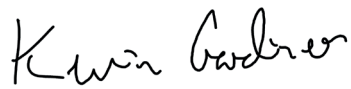
Unseres Erachtens war der plötzliche (aber nicht überraschende) Einbruch im Februar teilweise auf eine Neubewertung des Inflationsausblicks und der Zinsen (siehe erster Essay) zurückzuführen.

Dabei spielten wohl auch automatisierte und volatilitätsbedingte Transaktionen eine Rolle. Wir wussten, dass Gewinne mitzunehmen waren (wie oft haben wir hier bereits von einem „überfälligen Rückschlag“ berichtet?).

Sicher sind wir uns jedoch nie. Deshalb können wir auch nicht wissen, ob die Korrektur nun überstanden ist und die Märkte nicht doch wieder auf Talfahrt gehen.

Unseres Erachtens ist das Anlageklima weiterhin günstig. Die Unternehmensgewinne steigen und das Zinsrisiko bleibt selbst nach der Neubewertung relativ moderat.

Wenn riskante Anlagen häufig gut abschneiden, dann tun sie es trotz und nicht wegen des Risikos. Aktien dürften auf lange Sicht nach wie vor dazu in der Lage sein, über der Inflation liegende Renditen zu verzeichnen. Dennoch sind wir etwas nervös. Das sind wir allerdings immer.



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: März 2018.
Stand der Daten. 28. Februar 2018.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Die grosse Abkühlung?

Das Wachstum kühlt sich ab – die Politik taut auf?

Das Wachstum mag einen Höhepunkt erreichen, dürfte aber kaum einbrechen. Unterdessen wurde das politische Umfeld freundlicher.

Kaum zyklische Exzesse

Einige Indikatoren sind im historischen Vergleich erhöht und es gibt kaum plausible Gründe für einen weiteren Anstieg. Vor allem „weiche" Indikatoren übertrafen „harte" Daten wie das BIP.

Die auf Seite 6 beschriebene Lage ist indes nicht beunruhigend. Zumindest deutet sie darauf hin, dass das Inflationsrisiko nicht ausser Kontrolle zu geraten droht.

Da die Arbeitsmärkte in den USA, Grossbritannien, Deutschland und Japan angespannt sind, besteht eine erhöhte Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation anzieht. Eine allzu expansive Geldpolitik ist dabei unsere grösste Sorge.

Zu glauben, dass die Anleihenmärkte das Inflationsrisiko und das Risiko steigender Realzinsen nicht ausreichend berücksichtigen, ist eine Sache, eine ganz andere sind jedoch Sorgen über eine katastrophale Hyperinflation. Die jüngsten Daten zur Lohnentwicklung in den USA haben lediglich einen moderat ansteigenden Trend wiederhergestellt (Abbildung 1).

Unterdessen verhalten sich die Privathaushalte in den USA im neunten Jahr der Wirtschaftsexpansion weiterhin bemerkenswert verantwortungsbewusst. Sie überschulden sich nicht, sondern führen der Wirtschaft weiterhin Liquidität zu.

Wir machen uns auch keine Sorgen über das „Doppeldefizit", d.h. die Leistungs- und Haushaltsdefizite in den USA (und Grossbritannien). Sie sind in einer modernen Wirtschaft einfach als Tatsache hinzunehmen und waren zusammengenommen in der Vergangenheit schon einmal wesentlich höher (Abbildung 2).

Privat-, Staats- und Handelsbilanzen hängen arithmetisch zusammen. So spiegelt sich der Überschuss der Privathaushalte in den USA (der Unternehmenssektor weist einen im Allgemeinen ausgeglichenen Saldo auf) in einem Leistungsbilanzdefizit wieder, das geringer ist als das staatliche Haushaltsdefizit.

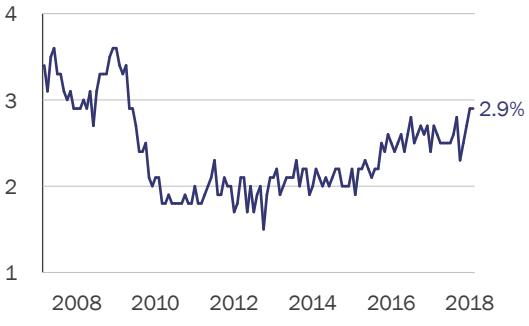
Der private Überschuss in den USA beruhigt mehr als die Doppeldefizite beunruhigen. Wir gehen in der Tat von steigenden Anleiherenditen aus, aber nicht in erster Linie aufgrund des Finanzierungsbedarfs des öffentlichen Sektors in den USA. (In Grossbritannien sind die Liquiditätsflüsse des Privatsektors schwächer, aber nicht beunruhigend, und das Doppeldefizit ist letzthin zurückgegangen.)

Auf der anderen Seite des Teichs herrscht Ruhe

Unterdessen erscheint der Wahlkalender, nun da die Wahlen in Italien (vorerst zumindest) in den Hintergrund treten und die SPD in Deutschland einer erneuten Koalition mit Kanzlerin Merkel zustimmte, im Vergleich zu den letzten beiden Jahren leergefegt.

Abbildung 1: US-Löhne steigen nur allmählich

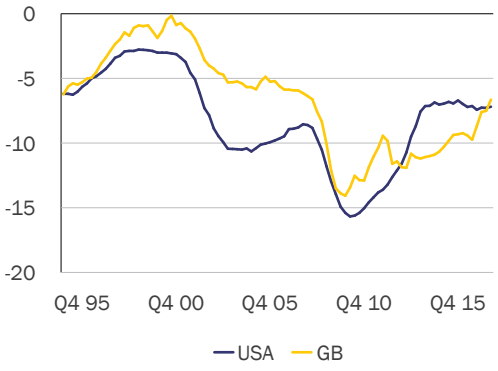
Durchschnittl. Stundenlöhne, in % z. Vj.



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

Abbildung 2: Doppeldefizite

Die Summe der aktuellen Leistungsbilanz- und Haushaltsdefizite, in % des BIP, 4Q gleit. Durchschn.



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

Hoffentlich nehmen es uns unsere Leser in Russland, Mexiko, Schweden und Brasilien nicht übel, aber bis zu den Zwischenwahlen in den USA im November stehen vorerst keine offensichtlich marktrelevanten Urnengänge mehr an.

Die Geopolitik sorgt immer wieder für Überraschungen. Zu den Unruheherden zählen Korea, das fortdauernde und sich ausbreitende Trauma im Nahen Osten und die protektionistischen Instinkte eines impulsiv handelnden US-Präsidenten.

Ungeachtet der schwierigen parlamentarischen Mehrheitsverhältnisse scheint die britische Regierung weiterhin mehr mit sich als mit ihren EU-Partnern zu verhandeln. Das gilt im Übrigen auch für die grösste Oppositionspartei, wohl die am wenigsten wirtschaftsfreundliche, die jemals so nahe vor einer möglichen Regierungsübernahme stand.

Die kaltherzigen Kapitalmärkte lassen sich aber nicht immer von humanitären Bedenken erweichen. Unterdessen könnten die protektionistischen USA wohl eher bellen als beissen. China ist die am stärksten geschützte grosse Volkswirtschaft und vielleicht eher zu Kompromissen – oder zur Unterstützung rund um Nordkorea – bereit, als angenommen.

Wir sind nach wie vor der Meinung, dass selbst die Kosten eines harten Brexits zu verkraften sind. Glücklicherweise wirken sich Blamagen nicht auf die Portfoliorenditen aus. Vorgezogene, ungeplante Wahlen in Grossbritannien scheinen unwahrscheinlich.

Während sich also das Wachstum abkühlt, könnte das politische Klima angenehmer werden.

Anlagerelevante Schlussfolgerungen

Aktien bleiben moderat überteuert (ein plausibles KGV per Ende 2018 im S&P 500 von 18 ist keineswegs absonderlich). Eine gewisse Vorsicht ist aber geboten. Ungeachtet dessen wirkt das Anlageklima immer noch günstig. Tiefgreifendere Portfoliorestrukturierungen könnten uns bei einer Markterholung ins Hintertreffen geraten lassen. Steuersenkungen und das Wachstum in den USA haben in den USA nach oben hin für Luft gesorgt. Weltweit steigen unterdessen die Unternehmensgewinne, das Zinsrisiko bleibt moderat und einige politische Risiken lassen nach. Langfristig können Aktien auch künftig über der Inflation liegende Erträge erzielen.

- Staatsanleihen haben erneut nachgegeben, bleiben aber aufgrund der Kaufprogramme der Zentralbanken teuer (und zwar noch teurer als Aktien). Die meisten Renditen liegen nach wie vor unter den wahrscheinlichen Inflationsraten. Wir ziehen weiterhin Unternehmensanleihen von hoher Bonität vor, aber auch diese werden kaum positive Realrenditen erzielen. Anleihen und liquide Mittel betrachten wir gegenwärtig als Portfolioabsicherung.
- Im Euroraum und in Grossbritannien bevorzugen wir noch immer Anleihen mit relativ kurzer Duration. In den USA sind wir eher neutral positioniert, wobei uns inflationsgeschützte Anleihen durchaus attraktiv erscheinen. Spekulative Anleihen profitieren bis auf Weiteres von der konjunkturellen und geldpolitischen Unterstützung, ihr längerfristiges Aufwärtspotenzial dürfte allerdings erschöpft sein. Abzüglich der wahrscheinlichen Ausfälle und Verluste halten die Renditen vielleicht nicht mehr ohne weiteres mit der Inflationsrate mit.
- In den meisten Regionen ziehen wir Aktien Anleihen vor, selbst in Grossbritannien, wo die wichtigen Indizes grundsätzlich von globalen Trends bestimmt werden. Wir bevorzugen 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. Das britische Pfund erholte sich wie erwartet gegenüber seinem überverkauften Niveau und wir sind jetzt eher neutral positioniert: Die Bank of England könnte die Zinsen zwar unerwartet schnell erhöhen, aber die Innenpolitik scheint uns noch unberechenbarer. Ein schwacher US-Dollar ist nicht unbedingt günstig. Die Zinserhöhungen sind grösstenteils eingepreist. Der Euro ist mittlerweile nicht mehr vorteilhaft bewertet und die wirtschaftlichen Überraschungen haben ihren Zenit erreicht. Der chinesische Yuan ist relativ zum Trend überteuert. Der Währung zuträglich waren die weichste aller Landungen für die chinesische Wirtschaft und die langsamere Liberalisierung. Der japanische Yen bleibt günstig und die Geldpolitik des Landes wohl am lockersten von allen. Unter den massgeblichen Währungen heben wir lediglich den nach wie vor überteuerten Schweizer Franken hervor, der an Attraktivität als sicherer Hafen eingebüsst hat. Wir gehen davon aus, dass er gegenüber anderen Währungen zurückbleibt.

An der Zeit

Anleiherenditen und Aktien

Zur Erinnerung: Weshalb steigende Anleiherenditen für Aktien von Bedeutung sein könnten.

Inflation und Zinsen
Eine moderate Inflation ist für die Konjunktur im Allgemeinen neutral, obschon einige Unternehmen über mehr Preismacht verfügen als andere. Aber die Zentralbanken und Anleger sorgen aufgrund ihrer Reaktionen oder Erwartungen bezüglich der Inflationsrate für höhere kurzfristige Zinsen und Anleiherenditen (d.h. langfristige Zinssätze).

Die Leitzinsen können um mehr oder weniger als die unmittelbare Inflationsbedrohung steigen, je nachdem wie die Zentralbanken die Lage einschätzen. Ist deren Reaktion glaubwürdig, wirkt sie sich unter Umständen kaum oder gar nicht auf die Anleiherenditen aus. Ist sie es nicht, dann befindet sie sich eventuell „hinter der Kurve“ und die Anleiherenditen steigen stärker an als die kurzfristigen Zinsen.

Die ersten Schritte in einem Zinszyklus wirken sich unter Umständen am wenigsten aus.

Die Zinsen und/oder Anleiherenditen können ohne Weiteres stärker als die Inflation zulegen. Die Realzinsen steigen vielleicht, um eine Zunahme des Risikos zu vermeiden oder weil sie davor zu niedrig waren. Seit November haben die Inflationserwartungen zugenommen, allerdings auch die Realverzinsungen, v.a. in Europa.

Das überrascht nicht, denn die Renditen waren davor auf Rekordtiefs zurückgegangen. Die Inflation war niedrig und die Zentralbanken drückten mit der quantitativen Lockerung die Renditen nach unten. Allerdings hat mittlerweile das Wachstum an Dynamik gewonnen, was die Nachfrage nach Kapital erhöht.

Wie kann sich die Entwicklung der Zinsen und Anleiherenditen negativ auf Aktien auswirken?
Dafür gibt es hauptsächlich drei Möglichkeiten:

- direkt über höhere Finanzierungskosten für die Unternehmen und eine Schmälerung der Nettoerträge,
- indirekt über die Wirtschaft und Währung und
- indirekt über die Bewertungen.

Die direkten Auswirkungen des Zinsaufwands sind häufig moderat. Viele Unternehmenskredite weisen feste Verzinsungen oder Coupons auf. Etwaige Zinsanstiege gehen derzeit von einem relativ niedrigen Niveau aus. Finanzinstitute können von höheren Zinsen profitieren.

Indirekt wirken sich Zinsen auf die Volkswirtschaften und Währungen allerdings in vielfacher Hinsicht aus. Am wichtigsten für die Wirtschaft ist die Realverzinsung: Steigen die Zinsen etwa schneller als die Verkaufspreise der Unternehmen oder die Löhne und Gehälter der Arbeitnehmer? Steigende Realzinsen können eine Wirtschaft ausbremsen, indem sie die Kaufkraft belasten und die Konsumenten dazu veranlassen, mehr zu sparen.

Der Abstand – oder Spread – zwischen den Nominalzinsen der Länder ist für die Entwicklung ihrer Währungen ausschlaggebend (jeder interessierte Käufer einer Währung hat es mit einer Inflationsrate zu tun). Unerwartete Zinserhöhungen kommen einer Währung gewöhnlich zugute.

Derart indirekte Zusammenhänge sind sehr zum Leidwesen von Wirtschaftsexperten aber alles andere als mechanisch: Sie schwanken auf unvorhersehbare Weise und auch der Kontext ist von Bedeutung.

Steigen etwa die Zinsen wegen des starken Wachstums, dann verlieren sich unter Umständen die Auswirkungen im restlichen Geschehen. In diesem Umfeld sind sie eher Wirkung als Ursache (wie die Entwicklung von Währungen, siehe unsere diesbezüglichen Einschätzungen in der Februar-Ausgabe).

Auf ähnliche Weise könnten bessere Handelsbedingungen für Importeure und Konsumenten die negativen Auswirkungen einer stärkeren Währung ausgleichen.

Die anfänglichen Entwicklungen in einem Zinszyklus wirken sich unter Umständen am wenigsten aus. Im späteren Verlauf des Zyklus kann es zu sensibleren Reaktionen kommen, nachdem die Ausgaben und Kreditaufnahme gestiegen und festverzinsliche Kreditvereinbarungen ausgelaufen sind.

Höhere Zinsen könnten dann der sprichwörtliche Tropfen sein, der das Fass zum Überlaufen bringt, und es könnte zu einer Rezession und in deren Zuge zu einer Währungsabwertung kommen. Wir glauben nicht, dass wir uns momentan in einer derart sensiblen Phase des Zyklus befinden.

(Wir weisen darauf hin, dass sich auch die Aktienbewertungen auf Anleihen auswirken können. Wirtschaftliche Einflüsse sind selten eingleisiger Natur.)

Relative Bewertungen: die grosse Preisfrage…

Die möglichen Auswirkungen von Anleiherenditen auf die Aktienbewertungen sind für Strategen eine überraschend gefühlsgeladene Angelegenheit. Vielleicht sollten wir die Sache lockerer angehen.

Viele Substanzanleger befassen sich nicht einmal mit der Zinsentwicklung. Sie konzentrieren sich ausschliesslich auf die langfristigen Fundamentaldaten von Aktien, weil sie davon ausgehen, dass sich schwankende Zinsen und Anleiherenditen – wie auch volatile Gewinne – im Laufe eines Zyklus ausgleichen.

Zwischen Anleiherenditen und Aktienbewertungen besteht keine systematische Beziehung. Anstelle eines vorhersehbaren Zusammenhangs hat sich sogar das Vorzeichen der Korrelation zwischen Anleihen und Aktien verändert (Abbildung 3).

In den 1980er und 1990er Jahre entwickelten sich die beiden Anlageklassen recht häufig im Tandem. Nach einer Faustregel wurden ihre Bewertungen durch den Abstand oder das Verhältnis ihrer jeweiligen Renditen, d.h. in Form des sogenannten „Fed-Modells“ (1997), zueinander in Verbindung gesetzt. Das war jedoch nicht von Dauer (Abbildung 4).

Trotz dieser Unbeständigkeit können wir uns vorstellen, wie die beiden Anlageklassen in einem Zusammenhang stehen, und zwar nicht nur, weil es sich hierbei um zwei miteinander konkurrierende Anlagen handelt, obschon dies ebenfalls eine Rolle spielt. Generell müssen wir, wenn wir eine Anlage anhand ihres künftigen Cashflows bewerten wollen, diesen Cashflow auf den Barwert zurückführen. Dazu brauchen wir einen Abzinsungssatz, mit dem wir ja auch die Anleihen selbst bewerten.

Die Gewinne, Dividenden und Rentabilität von Aktienwerten schwanken mit der Zeit. Wenn das (nominale oder reale) Wachstum oder die Kapitalrendite wahrscheinlich fällt oder das Risiko von Aktien steigt, wäre damit zu rechnen, dass die Aktienrenditen gegenüber den Anleiherenditen steigen. Genau das geschah auch in den Nullerjahren.

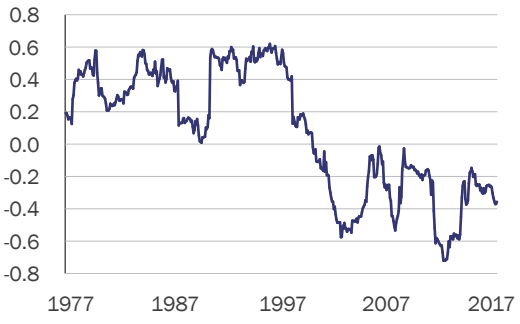
Hinterher ist man immer klüger. In der Praxis dauerte es einige Zeit, bis man sich der Zusammenhänge bewusst wurde. Eine konservative Bilanzierung von Pensionsfonds und das Fiasko der Internetblase (wodurch Aktien für Treuhänder riskanter wurden) sowie die Auswirkungen der tatsächlichen Kosten der chinesischen Wirtschaftspolitik auf die Inflation und die wahrgenommene Rentabilität, der Stress infolge der globalen Finanzkrise und die reduzierte Kreditvergabe der Banken trugen aber allesamt dazu bei, diese Faustregel auszuhebeln.

Relativ hohe Aktienrenditen (in Grossbritannien stiegen die Dividendenrenditen 2008 über das Niveau der langfristigen Renditen auf Gilts hinaus an, was zuletzt 1959 der Fall gewesen war, und verharren grösstenteils bis heute auf diesen Niveaus) boten damals einen nur schwachen Trost.

Die Anleger trennten sich von Aktien, weil sie die Dividenden für überzogen hielten und der Rentabilität nicht trauten. Sie investierten in Anleihen, nicht weil sie günstig, sondern weil sie sicher wirkten.

Abbildung 3: Korrelationen zwischen Aktien und Anleihen sind nicht stabil

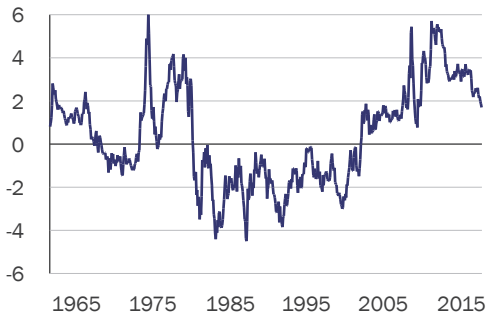
Gleitender dreijähriger Korrelationskoeffizient für US-Aktien und -Anleihen



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

Abbildung 4: Das Fed-Modell brach in den Nullerjahren zusammen

Renditeabstand: Gewinne von US-Aktien und 10-jährige Anleihen (in %)



Quelle: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

Hier bot sich erneut ein Beispiel dafür, wie Ursache und Wirkung bei Kapitalanlagen sich umkehren können. Die relativen Renditen wurden zu einer Konsequenz (Output) der Allokationsentscheidung der Anleger, anstatt als Entscheidungsgrundlage (Input) herangezogen zu werden.

Von langer Duration

Aktien bleiben jedoch die langlebigsten Anlagen an den Kapitalmärkten. Sie sind wie riskante ewige Anleihen mit wachsenden Coupons: Es gibt keine Tilgung des Kapitalbetrags, aber ihr Cashflow steigt in der unbegrenzten Zukunft (Abbildung 5 und 6).

Der Grossteil ihres Barwerts leitet sich aus eben diesem künftigen Cashflow ab. Im Fachjargon werden sie auch als Anlagen mit langer Duration bezeichnet (was ihre Volatilität erklärt). Der Cashflow ist ungewiss. Zinsen wir ihn jedoch mit risikobereinigten Anleiherenditen ab, deutet eine einfache Überschlagsrechnung (die einzige hierfür verfügbare!) darauf hin, dass US-Aktien erst dann überteuert sind, wenn die Renditen von 10-jährigen US-Staatsanleihen bei über 4% liegen. Derzeit betragen sie 2,9%.

Vielleicht sind wir aber auch einfach wieder zum Ausgangspunkt zurückgekehrt und der Anleihekult findet wie der Aktienkult ein Ende. Die Aktienbestände britischer Pensionsfonds sind von einem Höchststand von 80% im Jahr 1994 auf 45% im Jahr 2016 zurückgegangen, da die Treuhänder aufgrund neuer Bilanzierungsregeln und der Volatilität der Aktienkurse beschlossen, dass Anleihen die geeignetste Anlage für langfristige Pensionsverbindlichkeiten sind.

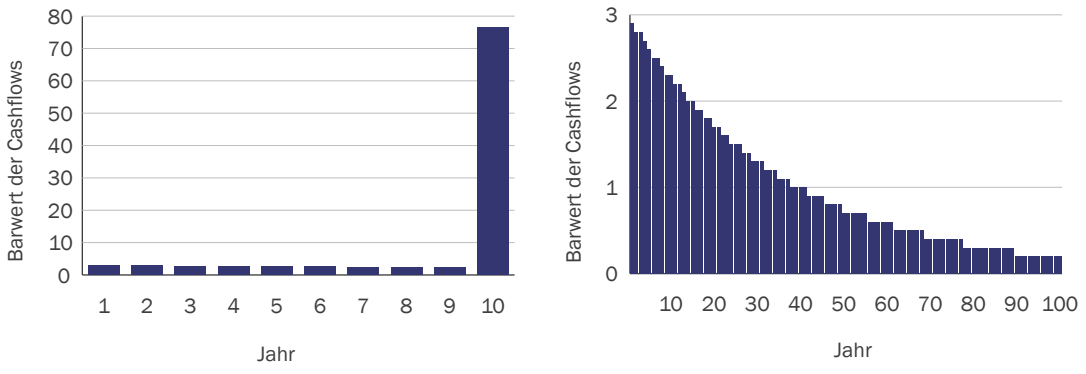
Anleihen sind prognostizierbarer, sind aber unter Umständen der Anlagewert mit der kürzeren Duration. Andererseits dürften kaum wieder leistungsorientierte Pensionspläne aufgelegt werden. Und bevor es wieder zu einer positiven Korrelation zwischen Aktien und Anleihen kommt, müssen sich diese wohl erst noch einige Zeit in entgegengesetzte Richtungen entwickeln.

In den Nullerjahren sorgte diese negative Korrelation grösstenteils für fallende Aktienpreise und steigende Anleihekurse. In den letzten Jahren stiegen Aktien jedoch häufig, während Anleihen nachgaben. Sollte es zu einer Rückkehr von Inflations- und Zinsrisiko kommen, könnten die Aktienkurse höher tendieren (ungeachtet der im Februar verzeichneten Korrektur, als beide Kategorien Verluste erlitten).

Wenn die Zinsen und Anleiherenditen weit genug angestiegen sind und die Wirtschaft die nächste Konjunkturflaute hinter sich hat, könnten sich die beiden Anlageklassen vielleicht wieder im Tandem bewegen – in positiver Hinsicht als Teil eines „business as usual“.

Abbildung 5 und 6: Aktien sind die Anlagen mit langer Duration

Barwert der stilisierten Anleihe-Cashflows (links) und Aktien-Cashflows (rechts)

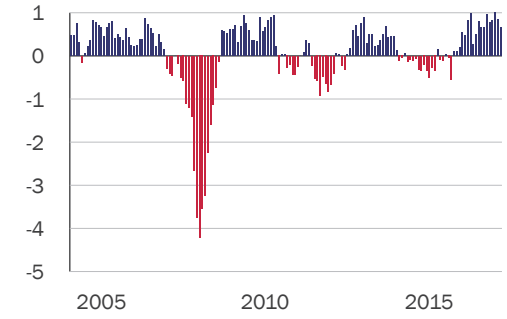


Quelle: Rothschild & Co

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

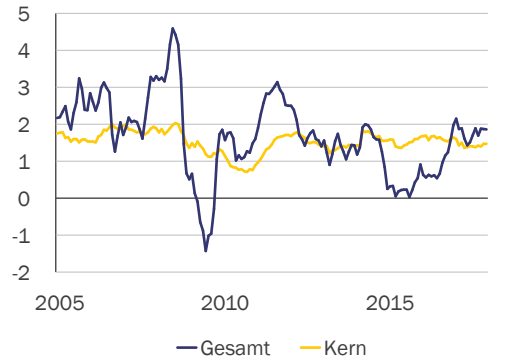
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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

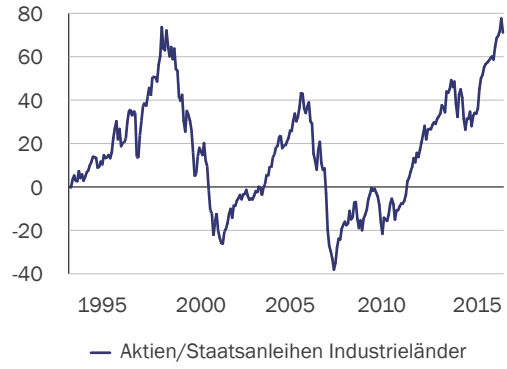
G7 Inflation

%, zum Vorjahr



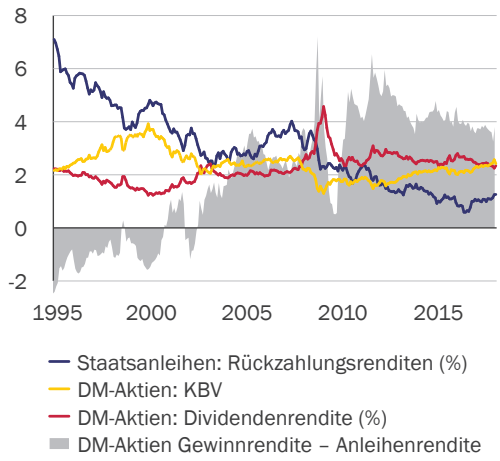
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	2.9	-1.3	0.3
10-J.-US-Gilt	1.5	-1.9	8.1
10-J.-Bundesanleihen	0.7	-3.0	1.0
10-J-Staatsanleihen (Schweiz)	0.1	-1.9	1.0
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.1	0.3	3.3
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.9	1.6	5.8
Globale Anl.: Hochzins (USD)	5.6	4.8	20.5
EM (USD)	4.9	3.5	16.5

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.3	15.0	26.1
DM	2.3	13.6	25.3
EM	2.3	26.7	32.2
US	1.9	16.4	34.0
Eurozone	2.9	10.1	11.2
GB	4.2	3.1	16.1
Schweiz	3.2	6.9	8.2
Japan	2.0	16.1	17.8

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	102	-6.9	2.0
Euro (EUR)	125	7.6	10.4
Yen (JPY)	90	-1.3	12.4
Pfund (GBP)	78	1.2	-13.6
Schweizer Franken (CHF)	155	-3.4	-2.4
Chin. Yuan (CNY)	135	2.6	-2.5

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	194	1.7	-13.4
Brent Rohöl ($/b)	65.8	18.3	5.1
Gold ($/oz.)	1,318	5.6	8.7
Industriemetalle (1991 = 100)	277	15.4	16.2
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	19.9	53.6	48.8
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	63.0	-11.7	-31.1

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per 28. Februar 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.