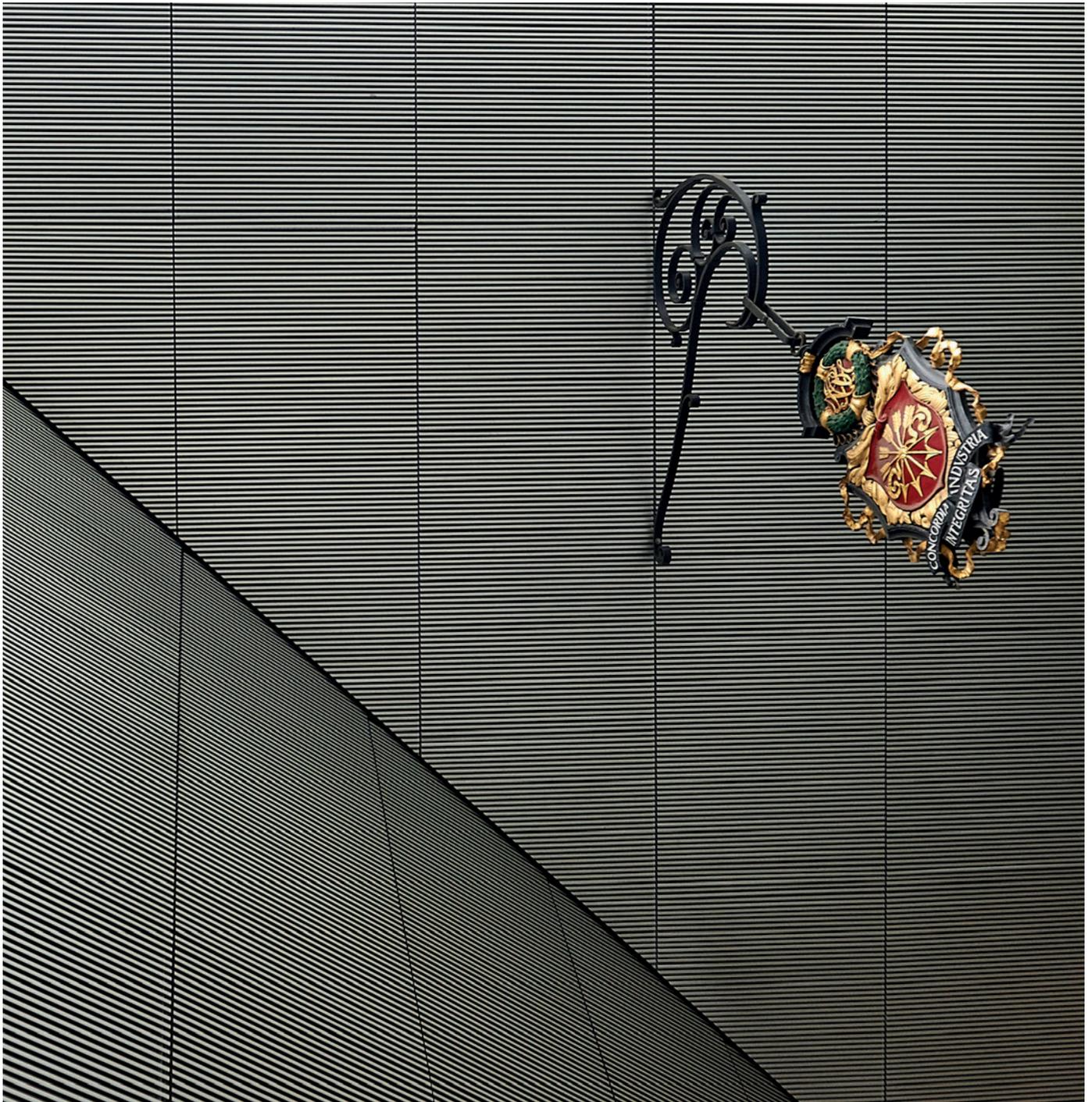


# Marktausblick



Blick über das Tal hinweg | Die Rechnung

Marktausblick 106 | Juni 2020



# Vorwort

*Unsere Gedanken sind bei denen, die von dem Virus betroffen sind, und jenen, die alles am Laufen halten.*

In den Schlagzeilen ist immer noch zu lesen, die Wirtschaften «stecken» in der Rezession, doch in den meisten Fällen wachsen sie wahrscheinlich schon wieder. Wir wissen nicht genau, wie tief das Loch ist, in das die Weltwirtschaft gefallen ist. Aber wahrscheinlich haben wir bereits im Mai damit begonnen, wieder herauszuklettern.

Aus dem Loch herauszukommen wird länger dauern, als hineinzufallen. Die Lockerung der Lockdowns wird langsamer vonstattengehen als ihr Beginn. Viele Unternehmen und Arbeitsplätze werden nicht überleben. Erneute Virusausbrüche sind möglich, und einige Gewohnheiten ändern sich möglicherweise.

Doch eine symmetrische Erholung erwartet ohnehin niemand: Die perfekte V-Form ist ein Strohmännchen-Argument der Experten. Weniger häufig wird die Möglichkeit erwähnt, dass die inzwischen auf dem Weg befindliche Erholung auf einer Zeitachse verläuft, bei der die grossen Unternehmensverluste von heute für weitsichtige Kapitalmärkte klein erscheinen.

Am wenigsten überhaupt wird unseren Posteingangsfächern und Leselisten zufolge die Möglichkeit eines positiveren längerfristigen Ergebnisses diskutiert. Es muss eine gewisse Chance bestehen, dass das Vertrauen durch die anhaltend lockere Politik, die Unterstützungspakete und den Nachfrigestau stetig an Fahrt gewinnt und dass das Virus eingedämmt bleibt.

In diesen herkömmlichen Denkweisen ähnelt dieser – ansonsten so einzigartige – Abschwung anderen. Die sogenannte «Wall of Worry» ist grösser geworden. Indessen haben sich die Aktienmärkte, wie üblich, vor der Wirtschaft erholt. Wir vermuten hier, dass beide doch nicht so entkoppelt sind, wie sie scheinen.

Im zweiten Teil erörtern wir die möglichen wirtschaftlichen Kosten des Abschwungs und fragen, ob es einen fiskal- und geldpolitischen Katzenjammer geben wird. Auf Letzteres werden wir ganz besonders achten. Dieser Tage sind wir alle Fans von Alexander Hamilton, doch seine wesentliche Erkenntnis betraf die Kreditaufnahme, nicht das Drucken von Geld.



**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.

© 2020 Rothschild & Co Wealth Management  
Erscheinungsdatum: Juni 2020.  
Stand der Daten: 31. Mai 2020.  
Quelle für Grafiken und Tabellen:  
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

# Blick über das Tal hinweg

Die Aktienmärkte sind nicht so gleichgültig wie sie scheinen

## Der schwer fassbare Mr Market

Wir reden von Märkten, die in Panik geraten oder überschäumen. Zweifellos bilden Aktienkurse oft Emotionen ab. Aber das sind unsere Emotionen, nicht die Emotionen von Mr Market.

Wenn Anleger kollektiv in Panik geraten – oder jubeln –, richten sie ihren Blick einseitig auf die Aspekte, die für ihre Anlagen am meisten zählen: Unternehmensgewinne und Zinssätze.

Mitunter kann sich diese Anlagefokussierung mit allgemeineren Anliegen decken. Oft ist dies aber nicht der Fall, und die Märkte erscheinen gefühllos, wenn (zum Beispiel) Naturkatastrophen, Unterdrückungsregimes, zivile Unruhen (traurigerweise auf beiden Seiten der Welt aktuell, während wir dies schreiben) oder die hoffnungslose Lage von Flüchtlingen sie ungerührt lassen.

Die derzeitige Anlegerstimmung mutet recht gleichgültig an. Die Aktienmärkte haben seit dem 23. März um ein Drittel zugelegt, aber die Zahl der virusbedingten Todesfälle steigt immer noch und die Wirtschaft ist nach wie vor schwach. Tatsächlich klaffen Aktien und menschliches Interesse vielleicht aber gar nicht so weit auseinander, wie es den Anschein hat. Die Diskrepanz spiegelt weitgehend den Faktor Zeit wider, nicht Gleichgültigkeit.

Die Entscheidung, dem Virus durch Schliessung von Teilen der Weltwirtschaft Einhalt zu gebieten, hatte erhebliche Konsequenzen für Unternehmen ebenso wie für Menschen. Die Gewinne sind zusammen mit Arbeitsplätzen und Einkommen eingebrochen – wir warten noch darauf, zu erfahren, wie weit genau (die Daten hinken hinterher). Was schlecht für die Menschen war – das Virus und die mit seiner Eindämmung verbundenen Kosten –, war in diesem Fall auch schlecht für Aktien.

## Erwartungen sind entscheidend

Aber die Märkte – die Anleger – schauen nach vorne und nicht zurück, und die Aktienkurse fielen, sobald klar wurde, dass die Gewinne sinken würden – noch bevor ein solcher Rückgang tatsächlich eintrat. Zwischen dem 19. Februar und dem 23. März sanken die globalen Aktienkurse um ein Drittel.

Die in diesem Zeitraum veröffentlichten rückblickenden Konjunkturdaten wiesen kaum eine Verschlechterung aus.

Auf diesen Tiefständen schienen die Aktienkurse – vor allem angesichts der derart niedrigen Zinsen – darauf hinzudeuten, dass die Gewinne nicht einfach nur einbrechen, sondern jahrelang auf niedrigem Niveau verharren würden.

Wachstum ist jedoch die Norm. Es bedarf schon sehr guter Gründe (ausser abstrusen Kommentaren) für die Annahme, das Wachstum werde nicht wieder aufgenommen.

Wie wir im April bemerkten, ist dieser Abschwung in vielerlei Hinsicht besonders. Er ist der schlagartigste, wahrscheinlich tiefste und am wenigsten umstrittene Abschwung; er ist der erste Abschwung, bei dem Dienstleistungen führend sind; er hat finanzielle Rekorde gebrochen (der schnellste Bären- und Bullenmarkt); er hat die grössten und schnellsten politischen Reaktionen ausgelöst; und vor allem ist er der erste *wissentlich* herbeigeführte Abschwung.

## Abbildung 1: US-Aktien und Wirtschaftsaktivität

Bewegungen bei US-Aktienkursen rund um Tiefpunkte in der ISM-Umfrage



- COVID-19-Marktrendite (links)
- Durchschnittliche Bärenmarkt-Rendite (1950-2019, links)
- Durchschnittlicher Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe (rechts)

Quelle: Datastream, Rothschild & Co  
Hinweis: Bärenmarkt ist hier definiert als eine Veränderung zwischen Hochkonjunktur und Talsohle von mehr als 20%. ISM (Institute of Supply Management).  
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Der letztgenannte Punkt ist wichtig. Nur wenige Exzesse müssen korrigiert werden, bevor die Erholung beginnen kann – kein spekulativer Boom, keine Kreditorgien und keine galoppierende Inflation, die aus der Welt geschaffen werden müssen. Genau wie wir uns entschieden haben, Teile der Wirtschaft zu schliessen, können wir diese Teile nun wieder öffnen.

### Schlagartig, tief – und kurz?

Nachdem sich die Ansteckungsraten verlangsamt haben, zeitlich in etwa genauso wie vorher in China, und die Kosten für die Eindämmung des Virus klarer geworden sind, hat in der Tat die Lockerung der Lockdowns begonnen. Infolgedessen könnte dies doch noch einer der kürzesten Abschwünge sein. Die Schrumpfung der Weltwirtschaft hat sich wahrscheinlich auf etwa sechs Wochen ab Mitte März konzentriert – die meisten Wirtschaften sind inzwischen wahrscheinlich wieder auf Wachstumskurs. Der bemerkenswerte US-Arbeitsmarktbericht für Mai ist bislang das sichtbarste Anzeichen.

Mit dem Wachstum wird die Profitabilität sprunghaft steigen. Das Tempo und der Umfang der Erholung wurden in zahllosen Kolumnen diskutiert. Doch für einen um ein Drittel gefallen Aktienmarkt ist das Wichtigste vielleicht, dass die Erholung überhaupt da ist.

Auf die Gefahr hin, kurzfristige Marktbewegungen zu überinterpretieren – ein Berufsrisiko –, vermuten wir, dass die Anleger zunächst überreagiert haben.

### Aktien blicken im Allgemeinen «über das Tal hinweg»

Nach dieser Interpretation sind die Märkte/Anleger nicht besonders gefühllos oder von der Realität abgekoppelt. Genau wie zukunftsorientierte Marktkurse sanken, bevor

die Wirtschaft auf Talfahrt ging, hat bei ihnen vielleicht auch vorher die Erholung eingesetzt. Aktienkurse spiegeln auf diese Weise im Allgemeinen einen «Blick über das Tal hinweg» wider (Abbildungen 1 und 2). Allerdings ist nicht davon auszugehen, dass dies Redakteure aufmuntern wird, wenn im Juli und August die BIP- und Ergebnisdaten veröffentlicht werden.

Natürlich ermutigen auch niedrigere Zinsen die Anleger, über das Tal hinweg zu schauen, aber sie sind nicht so eng mit dem Wohlergehen der Menschen verbunden wie Wirtschaftsbedingungen. Dass die Menschen nach 2008 skeptisch gegenüber steigenden Aktienkursen waren, hatte unter anderem den Grund, dass sie weitgehend auf niedrige Zinsen zurückzuführen waren – die Anleger schienen zu gewinnen, während die Wirtschaften zu leiden hatten.

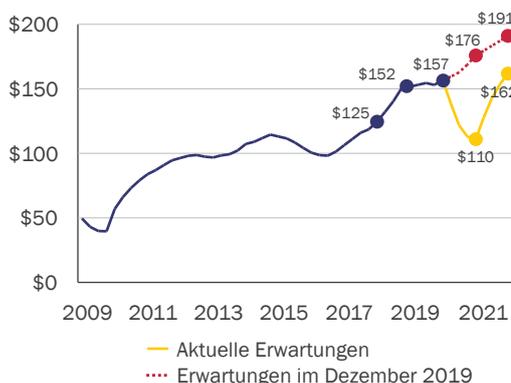
Doch die Erholung der Gewinne nach 2008 erwies sich als wichtigste Triebfeder für Aktien. Das gesunde Beschäftigungswachstum schien darauf hinzudeuten, dass die Wirtschaftsleistung unterschätzt wurde. In ähnlicher Weise ist die aktuelle Erholung bei Aktien wahrscheinlich mehr der Erkenntnis geschuldet, dass die Gewinne sich erholen können. Die jüngsten (geringen) Zinssenkungen und Anleihenrenditen spielen hierbei nur eine untergeordnete Rolle.

### Zeithorizonte sind lang

Tatsächlich glauben wir nicht, dass die Aktienbewertungen jemals das aktuelle Zinsniveau vollumfänglich widerspiegeln werden. Doch auch bei höheren Zinsen als heute würden die Kurse implizit weit in die Zukunft blicken. Durch den Verlust des diesjährigen Cashflows wird vielleicht nur ein kleiner Teil des Marktwerts ausgelöscht (Abbildung 3).

**Abbildung 2: Blick über das Tal hinweg**

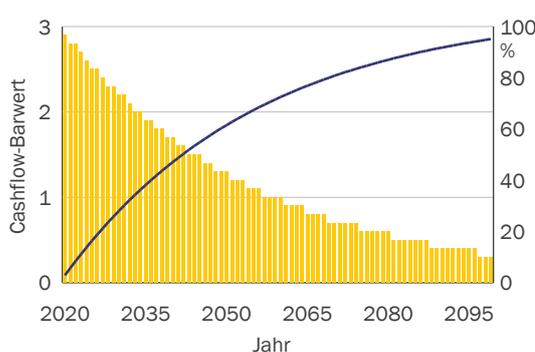
Erwartete operative Gewinne (je Aktien) im S&P 500



Quelle: S&P Global, Datastream, Rothschild & Co  
 Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

**Abbildung 3: Aktienmarktwert**

Jährliche Dividenden und ihr kumulierter Beitrag zum Marktwert



Quelle: Rothschild & Co  
 Hinweis: Angenommen werden ein Dividendenwachstum von 3.5%, ein risikoloser Zinssatz von 3% und ein Risikoaufschlag von 3%. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

Natürlich ist dies Lehrbuchtheorie. In der Praxis würden die Kurse zweifellos vorübergehend fallen, wenn klar würde, dass die Gewinne eines kompletten Jahres zunichte gemacht werden, da die Anleger erneut in Panik geraten würden.

In den Jahren 2001 und 2008 lösten sich die Gewinne tatsächlich in Luft auf. Aber die Erholungen waren absehbar – Bilanzen (Firmenwerte von Telekommunikations-, Medien- und Technologieunternehmen im Jahr 2001, Vermögenswerte von Banken im Jahr 2008) konnten nur einmal abgeschrieben werden. Eine Erholung ist auch jetzt vorhersehbar – die Lockerung der Lockdowns ist im Gange.

Zyklisch angepasste Schätzungen deuten darauf hin, dass Aktien jetzt weder besonders billig noch teuer sind. Wir haben Positionen durchweg gehalten und aufgestockt, doch diese Positionen waren weder kleiner noch grösser als üblich.

#### **Was kommt als Nächstes?**

Angesichts dieser seismischen Umwälzungen ist ein «Business as usual» schwer vorstellbar. Viele Arbeitsmodelle und Konsumgewohnheiten werden sich ändern. Aber wir glauben nach wie vor, dass die Zukunft der Vergangenheit sehr viel ähnlicher sein wird, als viele Kommentatoren so vollmundig behaupten.

Erinnerungen verblassen schnell. An den Geschmäckern der Menschen ändert sich vielleicht nicht viel. Internationale komparative Kostenvorteile bestehen nach wie vor. Niemand kann es sich leisten, den Materialismus aufzugeben. Wenn es um die wirklich grossen Fragen geht – zum Beispiel wie die Wirtschaft am besten organisiert werden sollte –, stehen ohnehin weniger Alternativen zur Verfügung, als sich die Menschen vorstellen.

Wir raten daher, Analysen des «grossen Ganzen» weiterhin mit einiger Distanz zu betrachten und sich auf bereits vorher bestehende Trends zu konzentrieren wie zum Beispiel die zunehmend online ausgerichtete, virtuelle und kontaktlose Wirtschaft, das allmähliche Ende des Erdölzeitalters sowie nachhaltige und verantwortungsbewusste Anlagen.

Und Anleger sollten sich auf die Rückkehr zu einer Investmentwelt vorbereiten, in der die Handelsspannungen zwischen den USA und China, die Souveränität Chinas über Hongkong, die Annäherung der EU an den Föderalismus, die Präsidentschaftswahl (höhere US-Unternehmenssteuern bei einem Sieg von Joe Biden?) und der Brexit wieder in den Vordergrund rücken nebst Wirtschaftsindikatoren, die (schliesslich) ihre sensationelle Schärfe verlieren werden.

---

## Die Rechnung

### *Wie mag eine wirtschaftliche Abrechnung wohl aussehen?*

Wenn die Aktienkurse einmütig signalisieren, dass der langfristige Schaden für börsenkotierte Unternehmen vielleicht nicht so gross ist wie im März befürchtet, was können wir über die allgemeineren wirtschaftlichen Auswirkungen sagen?

Der Lockdown wird alle Arten von direkten und indirekten wirtschaftlichen Folgen haben. Sie alle und ihre Konsequenzen zu identifizieren, ist unmöglich. Wie will man den Verlust von Humankapital und Chancen infolge der Schliessung von Schulen und Universität beziffern? Lässt sich die Zunahme von Ungleichheit quantifizieren?

Sind die Auswirkungen am besten aber überhaupt als «Kosten» zu betrachten?

#### **Einnahmen, Wirtschaftsleistung und Ausgaben (BIP)**

Die Gesamteinnahmen (BIP) sind drastisch gesunken. Wir können ihren Verlauf jedoch mit dem Trend vergleichen, dem sie andernfalls gefolgt wären. Das setzt jedoch voraus, dass uns der alternative Verlauf bekannt ist. Ist er aber nicht. Eine einfachere Schätzung der Auswirkungen ergibt sich aus dem kumulierten Fehlbetrag gegenüber dem Ausgangspunkt. Die Art des vom Internationalen Währungsfonds geschätzten Rückgangs des globalen BIP, bei dem irgendwann im nächsten Jahr wieder der Ausgangspunkt erreicht wird, lässt auf einen kumulierten BIP-Verlust schliessen, der einem Vielfachen des in der globalen Finanzkrise entstandenen Verlusts entspricht.

Aber war dies vermeidbar? Welche Alternativen bestanden? Wäre das BIP überhaupt seinem «Trend»-Pfad gefolgt? Eine kontrafaktische Welt mit einer höheren Zahl von Todesfällen und ein über die Belastungsgrenze beanspruchtes Gesundheitswesen hätten ebenfalls grosse Schäden erlitten – sicherlich menschlich und wahrscheinlich auch wirtschaftlich. Manchmal hat man nur die Wahl zwischen Pest und Cholera.

### Bilanzen

Die Kapitalmärkte bilden die Wertentwicklung von Unternehmen ab, die Wertpapiere ausgegeben haben. Mit einem zeitlichen Versatz werden wir sehen können, wie die Kreditaufnahme privater Haushalte gestiegen ist. Daten für private Unternehmen und viele Immobilien sind lückenhaft – und verspätet. Wir können nur erahnen, dass es hohe und bleibende Verluste geben wird.

Staatsschulden sind sehr sichtbar und werden angesichts all der Unterstützungspakete rasch steigen. Der Umfang des Schuldenüberhangs wird davon abhängen, inwieweit die mögliche Unterstützung in Anspruch genommen wird. Plausible Schätzungen von Staatsschulden im Verhältnis zum BIP nach dem diesjährigen Anstieg werden in Abbildung 4 dargestellt. Die Schulden steigen, während das BIP fällt – die Kennzahlen werden also gleich doppelt belastet.

Sie steigen schneller als während der globalen Finanzkrise und auf höhere Stände. Die grosse Bandbreite von Kennzahlen in den verschiedenen Ländern und die Geschichte in Grossbritannien deuten aber darauf hin, dass keineswegs klar ist, ab welchem Niveau hierdurch Probleme entstehen. Noch gibt es keine Anzeichen dafür, dass die voraussichtliche Kreditaufnahme die Kreditgeber beunruhigt. Die Renditen erstklassiger Staatsanleihen bewegen sich auf nominalen Allzeittiefs bzw. nähern sich

ihnen an. Real sind diese Renditen an den meisten Orten eindeutig negativ.

Die Aufnahme nationaler Schulden, die Finanzierung von Infrastruktur und die Förderung liquider Kapitalmärkte waren wohl eine der wesentlichen Triebkräfte der wirtschaftlichen Entwicklung.

Nichts davon hält die Menschen davon ab, sich darüber Sorgen zu machen. Schulden können für Privatpersonen und Unternehmen eine erdrückende Last bedeuten. Zudem sind der öffentlichen Kreditaufnahme eindeutig Grenzen gesetzt. Die US-Regierung kann so viele Kredite in ihrer eigenen Währung aufnehmen, wie sie will. Venezuela aber kann keine Kredite in irgendeiner Währung zu irgendeinem Preis aufnehmen.

Die Debatte ist eine der heftigsten in der Finanzwelt. Auch hier empfehlen wir, die dramatischen Behauptungen mit Distanz zu betrachten. Die Welt kann nicht insolvent sein. Allerdings kann sie illiquide sein. Wir können nicht «von zukünftigen Generationen borgen».

Die Steuern können steigen – die aktuellen effektiven Steuersätze sind nicht hoch. Doch sie müssen nicht steigen (und sicherlich nicht bald – was hätte das für einen Sinn?). Die Kosten für aufgenommene Kredite sind niedrig, und nach der Wiederaufnahme des Wachstums werden Defizite abgebaut: Grosse Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen sind wirtschaftlich und politisch das letzte Mittel.

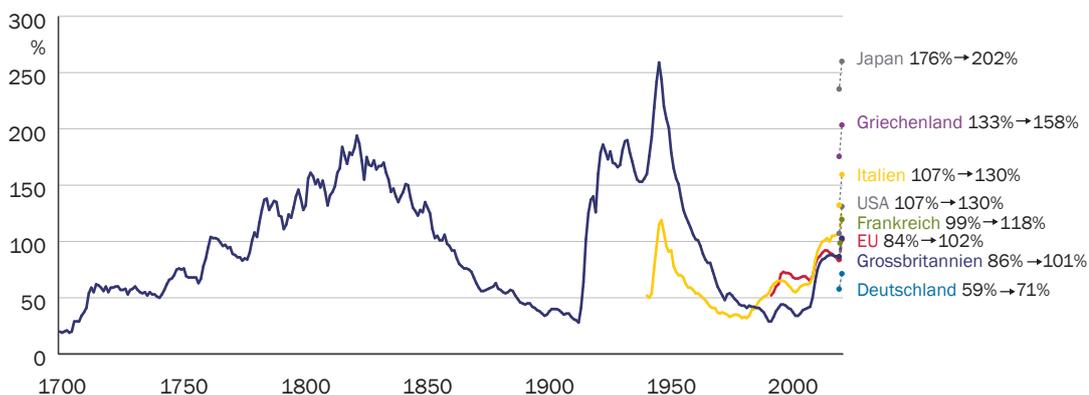
Und noch einmal, welche Alternativen bestanden? Wenn die Staaten nicht mehr Kredite aufgenommen hätten, wäre der Schaden für das längerfristige BIP und die privaten Bilanzen wahrscheinlich grösser gewesen.

### Geld aufnehmen oder drucken?

So fest verwurzelt ist das Misstrauen gegenüber Kreditaufnahmen, dass viele Ökonomen – und

## Abbildung 4: Staatsschuldenüberhang

Allgemeines Verhältnis von Bruttostaatsschulden und BIP (%)



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

Zentralbanken, die es eigentlich besser wissen müssten – eine riskantere Alternative nahelegen: das Drucken von Geld.

Was ist an einer monetären Finanzierung so alarmierend? Sind Banknoten nicht einfach eine weitere Staatsverbindlichkeit mit negativer Rendite, wenn auch eine ewige?

Das sind sie in der Tat. Aber Defizite, deren Finanzierung durch an die Öffentlichkeit verkaufte Anleihen erfolgt, schichten Kaufkraft um, die bereits vorher besteht. Wenn Staaten Geld drucken, schaffen sie neue Kaufkraft. Und wenn sie dies sehr öffentlich tun – nicht einfach durch quantitative Lockerung, sondern durch die Förderung von Einkäufen und anderen Ausgaben und die Verwendung von neu geschöpftem Geld zu deren Bezahlung –, dann fangen die Menschen vielleicht an, Fragen zu stellen.

Ganz offensichtlich, wenn all dieses zusätzliche Geld im Umlauf ist, wie kann es so viel wert sein? Und wenn es seinen Wert verliert, sollten wir es dann nicht ziemlich rasch ausgeben?

### Geldpolitische Glaubwürdigkeit und Inflationsrisiko

Zurzeit herrscht eine geringe Inflation (Abbildung 5), und angesichts der schwachen Nachfrage bestehen auch kaum Inflationserwartungen (Abbildung 6). In den USA ist die Kernrate der Verbraucherpreise im April auf ein Rekordtief gefallen. Schon vor der Krise hiess es in weiten Kreisen, etwas mehr Inflation wäre eine gute Sache und würde helfen, die (angeblich) untragbare Schuldenlast abzubauen.

Wie erwähnt, ist nun die Unterstützung durch Staat und Zentralbank sprunghaft gestiegen. Sie wird vielleicht erst dann wieder zurückgenommen, wenn der

Konjunkturaufschwung sichtbar ist. Dann wird die angekurbelte öffentliche Nachfrage möglicherweise durch eine sich wiederbelebende private Nachfrage ergänzt. Zurück bleibt dann die gesamte Geldmenge. Wir könnten es noch mit einer klassischen nachfragegetriebenen Inflation zu tun haben – vor allem, wenn von dieser Nachfrage ein grosser Teil auf dem Drucken von Geld beruht. Das ist das Stichwort für diese skeptischen Fragen.

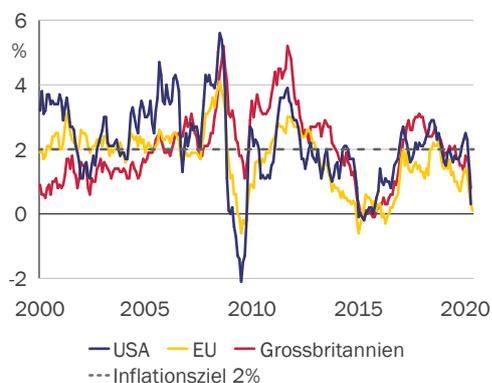
Die Befürworter der «modernen Geldtheorie» haben Recht – bis zu einem gewissen Punkt. Wir wissen nicht, wo dieser Punkt liegt, können aber vermuten, dass er schneller eintritt als der Punkt, an dem Staaten ihre Fähigkeit zur Kreditaufnahme verlieren. Nach den 1970er Jahren hat es lange Zeit gedauert, bis die geldpolitische Glaubwürdigkeit wiederhergestellt war. Sie wieder zu verlieren, wird vielleicht nicht lange dauern. Wenn die Zinsen so niedrig sind und viel gespart wird, warum das Risiko eingehen?

In aller Munde ist heute – verständlicherweise – der potenzielle «Hamilton-Moment» der EU. Insbesondere Deutschland ist sich der Tatsache sehr stark bewusst, dass die wesentliche Erkenntnis von Alexander Hamilton die Kreditaufnahme betraf, nicht das Drucken von Geld.

Wir bezweifeln, dass eine Feinjustierung der Inflation möglich ist. Inflation zur Bewältigung von Schulden einzusetzen, ist genauso, als würde man ein Haus in Brand stecken, um ein Feuchtigkeitsproblem zu lösen. Die Rechnung, über die wir uns die meisten Sorgen machen, ist eine Rechnung immaterieller Art: das Risiko verlorener geldpolitischer Glaubwürdigkeit und eines längerfristigen Wiederauflebens der Inflation.

**Abbildung 5: Inflation**

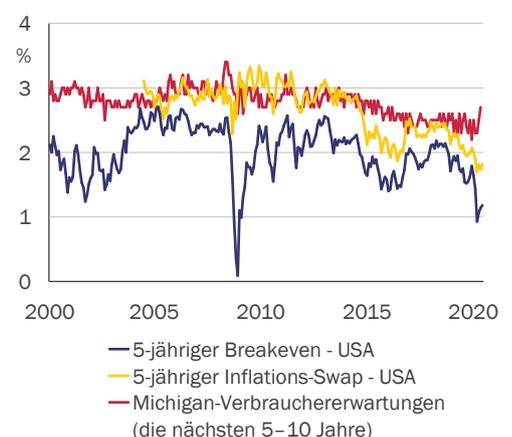
Kernraten der VPI-Inflation (im Jahresvergleich, %)



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

**Abbildung 6: US-Inflationserwartungen**

Verbraucher- und marktimplizierte Erwartungen (% p. a.)



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

# Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

## Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

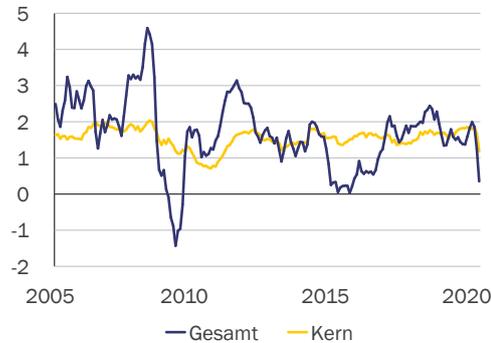
### Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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

## G7 Inflation

### %, zum Vorjahr



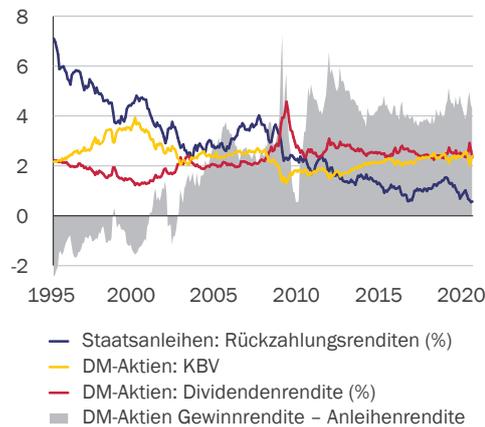
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	0.7	15.1	21.5
10-J.-US-Gilt	0.2	6.8	11.1
10-J.-Bundesanleihen	-0.4	1.5	7.1
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.5	-0.6	2.6
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.0	-0.6	1.2
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.0	7.3	15.5
Globale Anl.: Hochzins (USD)	7.4	-0.8	6.4
EM (USD)	5.1	3.3	10.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.5	5.2	17.8
DM	2.4	5.9	19.2
EM	3.0	0.4	7.7
US	2.0	11.6	32.2
Eurozone	2.9	-5.8	-7.8
GB	4.8	-13.4	-10.8
Schweiz	2.9	5.0	17.7
Japan	2.5	4.5	7.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Wechselkurse

### Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	114	4.0	6.6
Euro (EUR)	128	2.5	6.5
Yen (JPY)	97	3.5	7.6
Pfund (GBP)	77	-1.0	0.1
Schweizer Franken (CHF)	167	6.4	4.9
Chin. Yuan (CNY)	130	-1.6	0.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	132	-26.7	-27.3
Brent Rohöl (\$/b)	35.3	-49.1	-32.4
Gold (\$/oz.)	1,730	34.9	36.6
Industriemetalle (1991 = 100)	209	-11.1	-7.6
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	27.5	53.7	180.4
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	51.6	-18.4	-4.6

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per 31. Mai 2020.

Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

## 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.

**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

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

**Mailand**  
Passaggio Centrale, 3  
Mailand 20123  
Italien  
+39 02 7244 31

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

**Zürich**  
Zollikerstrasse 181  
8034 Zürich  
Schweiz  
+41 44 384 7111

## 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.