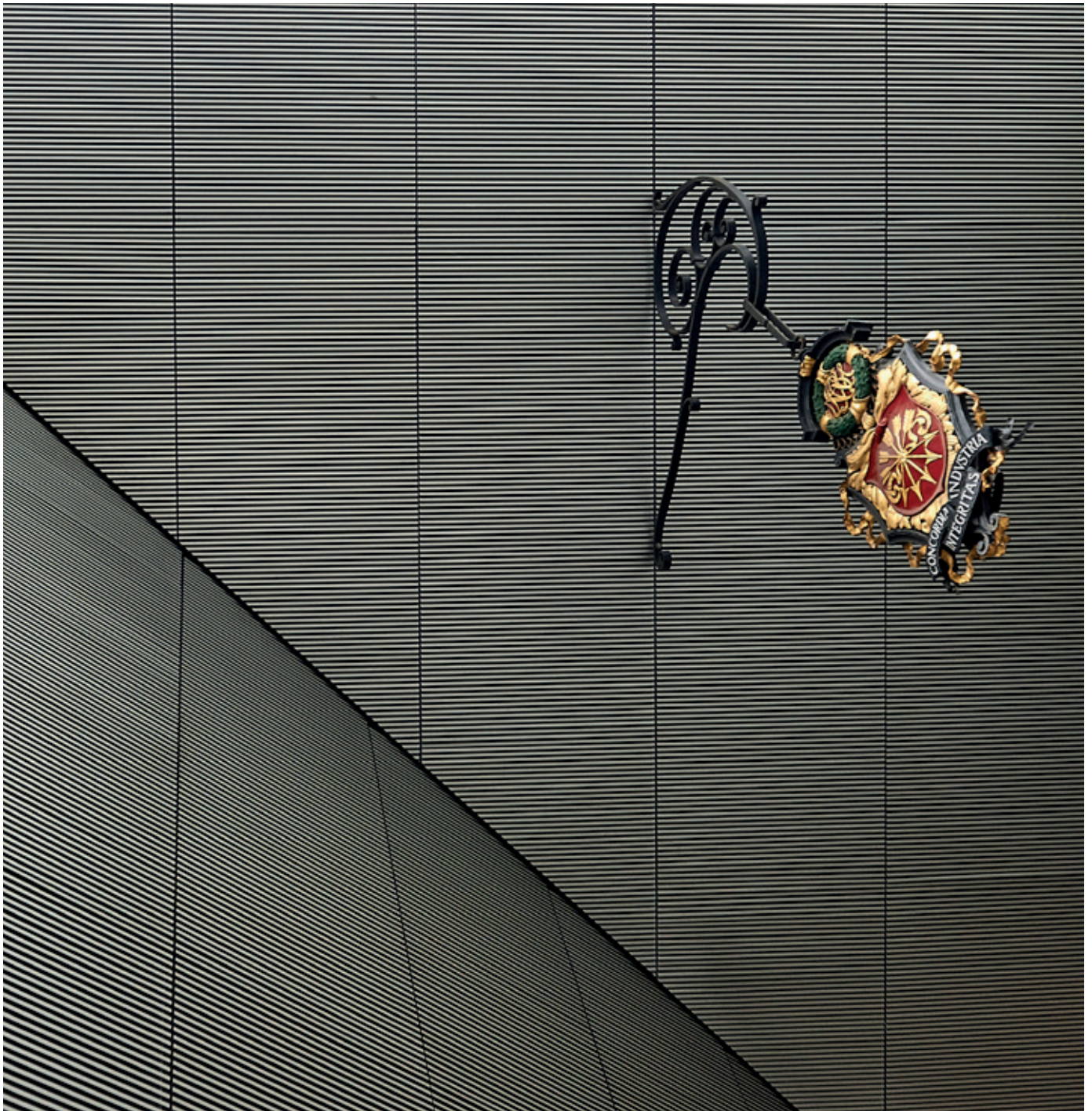


Marktausblick



Die Geburtstagsfeier | Pessimismus ist nicht mit Tiefgründigkeit zu verwechseln

Ausgabe 90 | Juni 2018



Vorwort

Herzlichen Glückwunsch zur Erholung in den USA, die diesen Monat ihren neunten Geburtstag feiert!

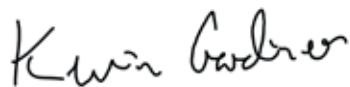
Die Geburtstagsparty wird eine eher verhaltene Angelegenheit, denn der gegenwärtige Zyklus ist wohl einer der unbeliebtesten überhaupt. Seine Bedeutung, seine scheinbar dunklen Akteure und seine unvermeidbaren Pausen wurden genauso kritisch zerpfückt wie ein Theaterstück von Harold Pinter.

Viele Kommentatoren wollen keine Erholung feiern, von der sie eigentlich gar nicht ausgegangen waren oder für die sie einen baldigen Double-Dip oder einen Einbruch bei der ersten Zinserhöhung durch die Fed prognostizierten.

Potenzielle Feiern werden ausserdem von erneuten geopolitischen Bedenken überschattet. Dazu zählen eine unorthodoxe neue Regierung in Italien, unvorhergesehene Neuwahlen in Spanien, eine scheinbare Sackgasse bei den Brexit-Verhandlungen und natürlich anhaltende Risiken aufgrund der aktuellen US-Regierung, insbesondere wegen des gefährlichen Schlagabtauschs rund um Handelszölle. Unterdessen scheinen sich die Spannungspunkte in Bezug auf die stets schwierige Lage im Nahen Osten erneut zu verlagern.

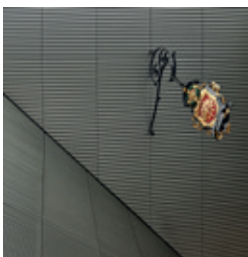
Während sich die Erholung in den USA dem zehnten Jahr nähert, was nur etwas mehr als ein Jahr unter dem längsten jemals verzeichneten Aufschwung liegt, sind kaum Anzeichen einer Überhitzung zu erkennen, und bisher besteht noch Luft nach oben. Diese geopolitischen Risiken sind weder neu noch derart einseitig, wie viele behaupten, denn sie könnten sich durchaus als kontrollierbar herausstellen.

Da die nächste US-Rezession und/oder Finanzkrise noch nicht in Sicht ist, erachten wir das Anlageklima unverändert als konstruktiv. Wir raten zu einer laufenden Portfolio-Absicherung anstatt einer deutlich defensiveren Ausrichtung.



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: Juni 2018.
Stand der Daten: 31. Mai 2018.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Die Geburtstagsfeier

„Wissen Sie, für jemandem, der seinen Geburtstag feiert, sind Sie etwas niedergeschlagen“

Harold Pinter, *Die Geburtstagsfeier*

Das National Bureau of Economic Research (NBER) „offizieller Hüter“ des Konjunkturzyklus in den USA, datiert den Beginn der aktuellen Erholung auf Juni 2009 zurück. Die längste jemals verzeichnete Expansion betrug genau zehn Jahre (und endete im März 2001). Noch ein Jahr also, und die gegenwärtige Erholung bricht den Rekord.

Ironischerweise könnte sich die Erholungsphase, in der die Redewendung „langfristige Stagnation“ wiederbelebt wurde, als die längste erweisen. Als sie einsetzte, wurde sie zunächst mit Skepsis begrüßt. Am tiefsten Punkt der Grossen Rezession gingen alle davon aus, dass eine Erholung anfällig sein und von den Verschuldungsniveaus sowie dem Deflationsrisiko überschattet werden würde. Wir hatten es mutmasslich mit der grössten bisher dagewesenen Wall of Worry zu tun.

Fundamental gesehen lag mit der Wirtschaft in den USA und weltweit jedoch nur wenig im Argen. Die globale Finanzkrise war der Höhepunkt zahlreicher Peinlichkeiten für die liberalisierten Kapitalmärkte und deren Aufsichtsbehörden und nicht das Symptom einer nicht funktionierenden Wirtschaft.

Die finanzielle Farce verursachte viel Schaden. Nach der Korrektur der Exzesse und der Aufholjagd bis zu dem Punkt, an dem wir uns hätten befinden

sollen, standen die Chancen, dass dieser Zyklus recht lange währen würde, jedoch recht gut.

Das Wachstum war alles andere als spektakulär, aber auch eben nicht so schwach, wie von vielen befürchtet. Der unlängst recht verhaltene Start in das Jahr 2018 erwies sich als Ausreisser (wie von uns angenommen).

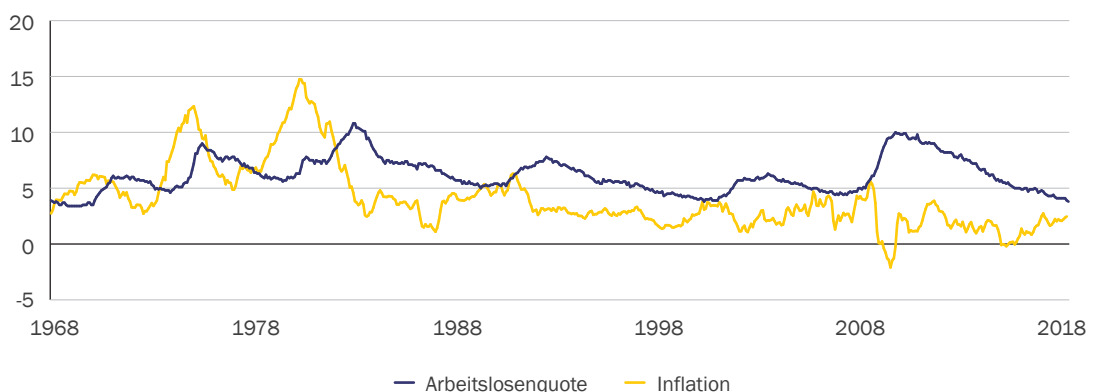
Die Privatausgaben in den USA sind um jährlich fast 3 % gestiegen und unterscheiden sich kaum von der vorherigen Erholung. Für das von vielen postulierte Investitionsdefizit sind keinerlei Anzeichen zu erkennen. Die Ertragsreholung ist die stärkste jemals verzeichnete (was kaum überrascht: sie folgte auf den stärksten jemals verzeichneten Einbruch).

Die Arbeitslosigkeit ist die niedrigste seit 1969 (als England Fussballweltmeister war). Auch die Zahl der Unterbeschäftigten ist deutlich zurückgegangen, und die Angaben zu Produktion und Produktivität wurden unter Umständen zu niedrig angesetzt.

Es gibt nur wenige Hinweise auf eine Überhitzung. Die Inflation bleibt gedämpft, was indes weniger bemerkenswert ist als wir zunächst annehmen, denn Inflation und Wachstum müssen nicht immer miteinander einhergehen. Die „Phillips-Kurve“ – eine negative Korrelation zwischen Lohninflation und Arbeitslosigkeit – ist ein relativ modernes Erklärungsmodell.

Abbildung 1: US-Arbeitslosigkeit so niedrig wie zu der Zeit, als England Fussballweltmeister war

US-Arbeitslosigkeit und Inflation (%)



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

Rein intuitiv betrachtet sollten Wachstum und Inflation miteinander verbunden sein, wenn das Wachstum grösstenteils der Nachfrage geschuldet ist. Wenn jedoch das Angebot den Ton angibt, ob nun wegen technologischer Neuerungen, neuer Anbieter oder neuer Arbeitsweisen, dann ist die Vorstellung von „zu viel Geld, das zu wenigen Gütern hinterherjagt“ weniger überzeugend.

Unterdessen geben sektorspezifische Ungleichgewichte noch keinerlei Anlass zur Sorge. Das „Doppeldefizit“ bleibt unter Kontrolle: Das Leistungsbilanz- und das Haushaltsdefizit der USA liegen in etwa bei 2 % bzw. 3 % des BIP, und die Lücke zwischen den beiden deutet auf eines der am besten gehüteten Geheimnisse in diesem Zyklus hin, nämlich ein Plus im Privatsektor.

Ein Zyklus, der in das zehnte Jahr des Aufschwungs eintritt, ohne dass die Verbraucher und Unternehmen in den USA sich überschulden, dafür aber die breitere Wirtschaft mit Liquidität versorgen, ist nahezu sensationell.

Das kann sich indes ändern. Ferner wird das Haushaltsdefizit deutlich steigen, sobald sich die Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen bemerkbar machen. Handelszölle werden das US-Leistungsbilanzdefizit nicht vor einer deutlichen Ausweitung schützen (und falls doch, haben wir noch dringlichere Bedenken – siehe rechts). Wir könnten es durchaus noch mit einem stärkeren Nachfrageüberhang zu tun bekommen als uns lieb ist.

Letzten Monat deuteten wir an, dass die Ursache für das eventuelle Ende dieses Zyklus wahrscheinlich altmodischer Art sein wird: eine steigende Inflation und ein zunehmendes Zinsrisiko. Allerdings sind wir an diesem Punkt eindeutig noch nicht angelangt.

Pessimismus ist nicht mit Tiefgründigkeit zu verwechseln

„Behalten Sie eine gewisse Perspektive. Nicht jedes Problem ist eine Krise, Plage, Epidemie oder existenzielle Bedrohung und nicht jede Veränderung ist das Ende von diesem, der Tod von jenem oder der Beginn einer irgendwie gearteten Post-Ära. Pessimismus sollte nicht mit Tiefgründigkeit verwechselt werden...“
Steven Pinker, *Enlightenment Now*

Ziehen Sie keine voreiligen düsteren Schlüsse

Die Reaktionen auf die Bildung, das Scheitern und die darauffolgende Neubildung einer italienischen Regierung sowie auf den Zusammenbruch der Regierung Spaniens zeigen, dass Pessimismus immer noch an der Tagesordnung ist.

Offensichtlich stehen wir vor dem Zusammenbruch des Euro und der weiteren EU. Der Welthandel steht kurz vor dem Kollaps und wir sind in ein neues Zeitalter der geopolitischen Unsicherheit eingetreten, in dem die westlichen Demokratien zum Scheitern verurteilt sind.

Wir sind immer noch überschuldet und haben noch keine neuen Arbeitsplätze für diejenigen geschaffen, die von den Robotern übernommen werden.

Ist das so? Das neueste Buch von Steven Pinker bietet nicht nur ein Update zur Faktenlage, um die „Apocalypse Now“-Einstellung gegenüber dem aktuellen Geschehen in Frage zu stellen. Es beleuchtet auch den Nachrichtenbetrieb selbst. Ehemalige ambitionierte Teenager-Journalisten werden das, was er über die Attraktivität von öffentlichkeitswirksamen Verallgemeinerungen zu sagen hat, erkennen, oder zumindest sollten wir dies tun.

Ausser Frage steht, dass es unweigerlich zur nächsten Wirtschafts- oder Finanzkrise kommen wird. Letzten Monat widmeten wir uns einigen potenziellen frühen Warnsignalen: Wir konnten einige gelbe Warnsignale, aber noch keine warnenden roten Lichter erkennen. Dies trifft weiterhin zu.

Italien: Drama, keine Krise

Um ein altes Sprichwort anzupassen: Die Lage in Rom ist hoffnungslos, aber nicht ernst. Politische Instabilität ist der Normalbetrieb.

Die Koalition zwischen der Lega Nord/Fünf Sterne Bewegung (M5S) gibt wieder Anlass zu Spekulationen über „Quitaly“ auf den Fersen

des Brexit, aber noch erscheint ein solches Szenario verfrüht. Bislang haben die Märkte verhalten reagiert.

Ein Bündnis zwischen linken und rechten Populisten ist keine Überraschung. Beide machen für die Probleme Italiens andere verantwortlich, unterscheiden sich aber darin, wem sie konkret die Schuld geben.

Die Lega war ursprünglich eine Separatisten-Partei aus Norditalien, hat sich unlängst aber zu einer nationalistischen, stark gegen die Zuwanderung gerichteten Partei gewandelt. Bei M5S handelt es sich um eine neuere, umweltbewusste und vor allem gegen das Establishment gerichtete Partei. Beide sind dem Euro gegenüber kritisch eingestellt.

Auf dem Papier ist die Koalition euroskeptisch, ausländerfeindlich und waghalsig, aber nicht alle Ideen dieses Bündnisses sind schlecht. Schliesslich ist der Status quo nicht gerade von Erfolg gekrönt. Das BIP Italiens wächst wieder, aber weniger stark als noch 2005.

Das von der M5S vorgeschlagene „Bürger-einkommen“ ist eine seit langem bestehende Idee in Bezug auf die öffentlichen Finanzen: Es vereinfacht die komplexe Schnittstelle zwischen Steuern und Transferleistungen, die Menschen davon abhalten können, in ein Beschäftigungsverhältnis einzutreten. Auch die Vorstellung „pauschaler“ Steuersätze der Lega Nord ist glaubwürdig: Ein vereinfachtes Steuersystem ist letztlich besser.

Werden diese Vorschläge jedoch auf unerschwinglichen Niveaus realisiert, könnte dadurch die Kreditaufnahme entgegen den Vorschriften der Einheitswährung angekurbelt werden, was die bereits hohe Staatsverschuldung Italiens noch weiter in die Höhe treiben würde.

Unterdessen würde eine Rückgängigmachung der Rentenreform es den Italienern (noch mehr) erleichtern, aus dem Arbeitsleben auszuschneiden.

Das Ende von Bankensanierungen und eine Verringerung des Eigenkapitalbedarfs könnten das Bankensystem schwächen.

Zunächst könnte die Politik der Koalition jedoch dem Wachstum förderlich sein, wie etwa in den USA, wo gegen Trump gerichtete Kommentatoren die potenziellen Auswirkungen von niedrigeren Steuern übersahen.

Das ist nicht zu verachten: Die Lösung von Problemen hinauszuzögern verschafft Zeit, und Zeit kann wertvoll sein (selbst in einem Niedrigzinsumfeld). Der letztlich benötigte Zeitraum könnte ein langer sein. Italiens Schulden werden grösstenteils im Inland gehalten und ihre durchschnittliche Laufzeit (sieben Jahre) ist nicht kurz. Die Verschuldung des Privatsektors ist unproblematisch.

Das wahrscheinlichste Ergebnis ist jedoch, dass sich nicht allzu viel verändern könnte. Das Regierungsamt ist eine Bürde: Trump weiss davon ein Lied zu singen. Es gilt, schwierige Entscheidungen zu treffen, viel Arbeit zu erledigen, und Kritik ist bekanntlich immer einfacher auszuteilen als selbst etwas zu bewegen. Grosse Egos tun sich schwer mit Kompromissen, insbesondere, wenn sie „beliebt“ bleiben müssen.

Ausserdem gibt es konstitutionelle Kontrollmechanismen: der Präsident, die Regionen, die geringe Mehrheit, die Tatsache, dass die italienischen Wähler nicht derart euroskeptisch eingestellt sind wie ihre neue Regierung.

Tatsächlich lässt sich die schwache wirtschaftliche Entwicklung Italiens nicht so einfach mit dem Euro begründen, dem so viele Kommentatoren selbst ausserhalb Italiens gerne die Schuld zuschieben. Wenn eine schwache Währung zu wirtschaftlichem Wohlstand führen würde, dann wäre Grossbritannien seit Ende des Zweiten Weltkriegs Dauerspitzenreiter gewesen. Währungen können auch als Sündenbock herangezogen werden.

Insoweit die schlechte wirtschaftliche Performance Italiens chronisch und nicht akut ist, lässt sich das gleiche auch für die Bedrohung behaupten, welche die neue Regierung gegenüber dem Euro darstellt, wenn sie denn überhaupt derart lange im Amt bleiben sollte. In den letzten Jahrzehnten blieben italienische Regierungen im Durchschnitt etwas weniger als ein Jahr im Amt.

Unterdessen wird der Schwerpunkt des Marktes auf dem geplanten Haushalt liegen, der nach dem Sommer bekannt gegeben und der EU mitgeteilt werden wird.

Politische Risiken und das Ende der Demokratie

Spaniens neue Regierung wird bis zu den Parlamentswahlen (spätestens 2020) kein überzeugendes Mandat haben und steht vor einer schwierigen Aufgabe, da es verschiedene regionale und nationale Risse zu kitten gilt. Die Wirtschaft des Landes befindet sich in einer besseren Verfassung als diejenige Italiens, die Verschuldung ist niedriger und die Bevölkerung ist dem Euro gegenüber enthusiastischer eingestellt. Das wahrscheinlichste Ergebnis dürften Ungewissheit und Stillstand sein.

Insgesamt ist das politische Risiko in der Eurozone etwas gestiegen. Ein kräftiger Zyklus der Investitionsausgaben, eine aggressiver vorgehende EZB und ein stark positiver Ausblick für den Euro werden daher (noch) unwahrscheinlicher als zuvor. Aus makroökonomischer Sicht gilt unser Vorzug weiterhin Aktien gegenüber Anleihen, selbst in der Eurozone.

Wenn eine schwache Währung zu wirtschaftlichem Wohlstand führen würde, dann wäre Grossbritannien seit Ende des Zweiten Weltkriegs Dauerspitzenreiter gewesen.

Seit kurzem erscheint die Politik im Westen (abgesehen von der Schweiz) eher aufgeheizt. Wir sehen uns einer Lawine von Analysen ausgesetzt, die das unmittelbar bevorstehende Ende der Demokratie ausrufen.

Einige Autoren ignorieren dabei den Unterschied zwischen Repräsentation und Delegation. Es ist einfach, die praktischen Beschränkungen von Letzterem aus den Augen zu verlieren (trotz der diesbezüglich besten Bemühungen der Schweiz – wie etwa unlängst die Volksabstimmung über das *Vollgeld* zeigte). Gleiche Rechte machen den politischen Markt weniger effizient als den kommerziellen. Jeder von uns verfügt über genau eine Stimme. Wir können uns nicht an allen Entscheidungen beteiligen.

Bei der Demokratie geht es in der Praxis nicht darum, eine „optimale“ Politik aus einem Menü von Optionen auszuwählen. Wie von Grund auf

unterschiedliche Autoren wie Kenneth Arrow und Jean-Jacques Rousseau gezeigt haben, ist das schlichtweg nicht möglich (unter der Annahme, dass die verfügbaren Optionen im Gegensatz zu denen der Sorte „have cake and eat it“ bzw. „zwei Fliegen mit einer Klappe schlagen“) zumindest intern schlüssig sind.

Wie der Kapitalismus ist sie unter Umständen einfach das kleinere Übel. Dies ist keine Kritik. Und wie beim Kapitalismus sind auch Berichte über den bevorstehenden Niedergang der Demokratie voreiliger Natur. Uns mag nicht gefallen, wofür sich die Wähler entscheiden. Die Tatsache, dass sie jedoch in der Lage sind, so abzustimmen, zeigt, dass die Demokratie durchaus noch funktioniert.

Erst wenn die Neugewählten anfangen, die Wahlordnung zu ändern, machen wir uns wirklich Sorgen.

Trumps Strafzölle

Ein regelrechter Handelskrieg würde indessen alarmierende Schlagzeilen vollauf verdienen.

Die derzeitige Regelung des Welthandels ist nicht perfekt (einer der Gründe, um anzunehmen, dass letztlich die Vernunft obsiegen wird – siehe unten). Die Gewinner (Regierungen und heimische Zulieferer) können die Verlierer (die Verbraucher) immer entschädigen.

Eine Verteuerung der Importe dürfte jedoch die Durchschnittsverbraucher benachteiligen, es sei denn, die Zölle werden ihnen unmittelbar zurückerstattet, was die Frage aufwirft, welchen Sinn sie dann überhaupt machen würden, denn die Kaufkraft wäre in diesem Fall geringer und die Auswahl an Gütern weniger attraktiv.

Wenn Güter aus der heimischen Produktion einen recht guten Ersatz für Importe bieten, könnten sich die Verbraucher ganz auf diese verlagern. Dann würden keine Zolleinnahmen erfolgen, und die heimischen Lieferanten würden von höheren Umsätzen (und eventuell Preisen) profitieren. Aber die Verbraucher wären immer noch weniger zufrieden: Sie hätten schliesslich von Anfang an heimische Produkte kaufen können, ihre Wahl fiel aber eben doch auf andere Güter. Ausserdem gibt es nicht immer heimische Alternativen.

Unterdessen drohen verschiedene Scharmützel, etwa über neue und vorgeschlagene US-Zölle auf Solarkollektoren, Stahl, Aluminium und Autos, US-Massnahmen in Bezug auf geistige Eigentumsrechte und Technologietransfer und die Reaktion der wesentlichen Verbündeten der USA hierauf, insbesondere von Seiten der EU, Kanadas, Mexikos und natürlich Chinas.

Handelsungleichgewichte sind nicht immer das Resultat „unfairer“ Vorgehensweisen. In der Regel spiegeln sich darin voneinander abweichende Geschäftszyklen oder strukturelle Probleme wider.

In den letzten Jahrzehnten wiesen die USA fast ständig ein Leistungsbilanzdefizit auf, das mittlerweile rund 8 Bio. USD an internationalen Verbindlichkeiten beträgt. Letztere lassen sich jedoch auch durch die relative Performance der US-Märkte beeinflussen und werden gewöhnlich von den Märkten mit Gelassenheit aufgenommen. Im Vergleich dazu belaufen sich das Sachvermögen und die Aktienanlagen von US-Verbrauchern in etwa auf 64 Bio. USD.

Die Massnahmen der USA scheinen daher ein riskantes Spiel zu sein, das sich kaum rechtfertigen lässt. Allerdings sind die Rahmenbedingungen des Handels auch nicht unbedingt fair. Wie bereits erwähnt, hat sich China in Bezug auf den Handel mit höheren protektionistischen Schranken umgeben als die USA und ist heute unter den grossen Volkswirtschaften am besten abgeschottet. Die USA haben also in gewisser Weise nicht ganz unrecht. Allerdings sind wir nicht damit einverstanden, wie sie ihrer Meinung Geltung verleihen möchten.

Saloppe Volkswirte sprechen von einer „Sparwut“ in Deutschland, China und/oder Saudi-Arabien, was ebenfalls nicht hilfreich ist. Dies legt nahe, dass die gegenwärtigen Ungleichgewichte das absichtlich verfolgte Ergebnis nationaler Strategien sind. Herr Trump hat zugehört.

Die bislang ergriffenen Massnahmen sind überschaubar. Sie machen einen geringfügigen Anteil eines Prozentpunktes des BIP in den USA aus, und wir konnten Anzeichen eines Kompromisses selbst seitens der USA erkennen (am augenfälligsten ist vielleicht das mittlerweile weniger strenge Vorgehen gegen das chinesische Unternehmen ZTE). China erscheint relativ konstruktiv (wie von uns bereits als Möglichkeit angedeutet), indem es sich unvermindert die Notwendigkeit eingesteht, seine eigene Wirtschaft stärker zu öffnen (so ist die Kapitalbilanz des Landes grösstenteils geschlossen). Die Tatsache, dass das Land eine stärkere globale Verantwortung wahrnimmt, hilft vielleicht auch zu erklären, weshalb es hinter den Kulissen Druck auf Nordkorea ausübt.

Das Fazit?

Die Unsicherheit in der EU und die Handelsspannungen sprechen unserer Meinung nach für einen gewissen Schutz, jedoch nicht für eine defensivere Umstrukturierung des Portfolios.

Um Steven Pinker und seinen oben zitierten Bemerkungen treu zu bleiben: Wenn wir von irgendeinem Ende ausgehen, dann von dem der Skepsis gegenüber der überzeugenden Diagnose von Francis Fukuyama aus dem Jahre 1989, der zufolge die Welt in Wirklichkeit zunehmend und nicht weniger liberal wird („Das Ende der Geschichte. Wo stehen wir?“).

Eine individualistische, marktorientierte und rationale Sicht der Welt – die Pinker uns als „Fortschritt“ in Erinnerung ruft – könnte nach wie vor im Aufwind sein. Und ja, das heisst in der Tat, dass wir das mögliche Ende des Endes vom „Ende der Geschichte“ ernst nehmen.

Anlagerelevante Schlussfolgerungen

In Erwartung einer wiederaufkeimenden Volatilität sind unsere Portfoliomanager Positionen für einen gewissen Schutz des Portfolios eingegangen. Das Anlageklima bleibt u. E. konstruktiv. Wir betrachten die Bewertungen von Aktien als anspruchsvoll, aber nicht völlig ausgereizt. Defensive Portfolioumschichtungen könnten bei einer Markterholung für uns abträglich sein. Steuersenkungen und das Wachstum in den USA sorgen für Luft nach oben. Das Zinsrisiko bleibt moderat, und sowohl ein Handelskrieg als auch breiter angelegte geopolitische Krisen lassen sich vermeiden. Auf lange Sicht können Aktien auch künftig über der Inflation liegende Erträge erzielen.

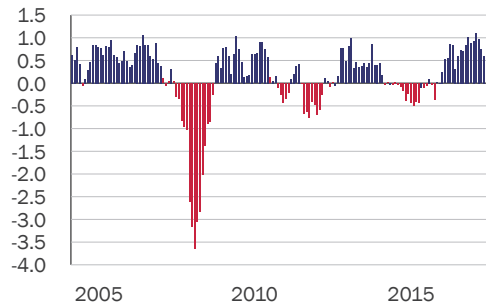
- Ungeachtet ihrer jüngsten Schwankungen blieben die Renditen auf die meisten Staatsanleihen deutlich unter den Inflationsraten. Unternehmensanleihen von hoher Qualität dürften ebenfalls kaum positive reale Renditen erzielen. Ihre Verzinsungen sind jedoch etwas höher, und zu diesem Zyklusstadium ziehen wir sie weiterhin gegenüber Staatsanleihen vor. Anleihen und liquide Mittel betrachten wir gegenwärtig als Portfolioabsicherung.
- In der Eurozone und in Grossbritannien bevorzugen wir weiterhin Anleihen mit relativ niedriger Duration. In den USA sind wir eher neutral positioniert, wobei uns inflationsgeschützte Anleihen durchaus attraktiv erscheinen. Während spekulative Anleihen noch von der konjunkturellen und geldpolitischen Unterstützung profitieren, dürfte ihr längerfristiges Aufwärtspotenzial erschöpft sein. Abzüglich der wahrscheinlichen Ausfälle und Verluste werden die Renditen möglicherweise nicht mit der Inflationsrate mithalten können.

- In den meisten Regionen ziehen wir Aktien weiterhin Anleihen vor, selbst in Grossbritannien, wo die wichtigen Indizes grundsätzlich von globalen Trends bestimmt werden. Wir haben zwar einige wenige regionale Präferenzen, bevorzugen aber nach wie vor eine Mischung aus zyklischem und langfristigem Wachstum gegenüber defensiveren anleiheähnlichen Sektoren.
- Devisengeschäfte bieten Anlegern keinen systematischen Mehrwert. Wir sind von solchen Transaktionen noch weniger überzeugt als sonst, denn unlängst ist es hier kaum zu deutlichen Fehlbewertungen gekommen. Die Wachstumsdynamik hat sich wieder auf die USA verlagert, aber der US-Dollar war von Anfang an nicht günstig, und steigende US-Zinsen könnten bereits eingepreist sein. Das britische Pfund wurde durch erneute Spannungen rund um den Brexit und einen weiteren Aufschub in Sachen Zinserhöhungen geschwächt, erscheint uns aber langfristig attraktiv bewertet. Derzeit konzentrieren sich die Risiken wohl eher auf den Euro, der sich aufgrund der Unsicherheit in Italien nur leicht abgeschwächt hat. Höhere Zinsen dürften nicht so bald anstehen und die lokalen Wirtschaftsdaten enttäuschen erneut. Wir bewerten das Katastrophenszenario jedoch mit Skepsis, und der Euro erscheint uns günstig bewertet. Der Yuan ist gegenüber dem Trend übersteuert, wird jedoch von festeren Daten und einer allmählicheren Liberalisierung unterstützt. Der japanische Yen ist günstig, aber die Geldpolitik des Landes bleibt die lockerste von allen. Unter den Leitwährungen heben wir nach wie vor lediglich den Schweizer Franken hervor: Er hat sich unlängst erholt, allerdings glauben wir nicht, dass seine Attraktivität als sichere Währung dauerhaft von Gewicht sein wird. Langfristig gesehen erscheint er uns übersteuert, und wir gehen letztlich davon aus, dass er seine Abwärtsbewegung fortsetzen wird.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

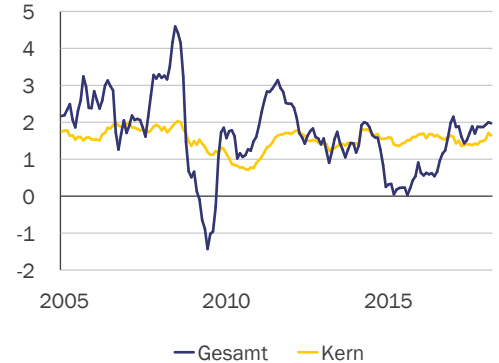
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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

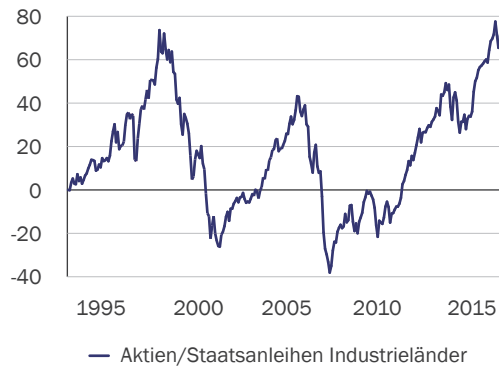
G7 Inflation

%, zum Vorjahr



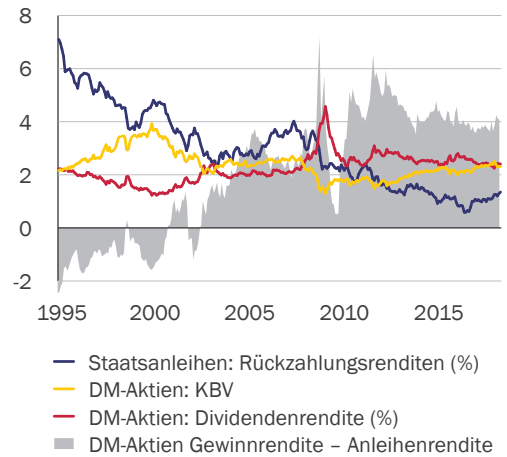
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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



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

Aktien/Anleihen – rel. Bewertungen



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

Ausgewählte Anleihen

Derz. Renditen, jüngste Renditen in Lokalwährung

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
10-J.-US-Treasury	2.8	-1.7	1.9
10-J.-US-Gilt	1.2	-0.7	10.5
10-J.-Bundesanleihen	0.3	1.2	5.6
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.1	0.4	1.9
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.0	0.3	3.8
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.9	1.4	7.2
Globale Anl.: Hochzins (USD)	6.2	1.7	17.1
EM (USD)	5.4	-0.0	12.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.4	10.6	23.9
DM	2.4	10.1	23.7
EM	2.5	14.6	25.0
US	1.9	13.0	32.6
Eurozone	3.1	1.4	10.5
GB	4.1	4.6	21.5
Schweiz	3.3	-1.2	4.0
Japan	2.1	13.2	6.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	105	-1.6	4.5
Euro (EUR)	123	2.6	10.1
Yen (JPY)	90	-0.3	16.6
Pfund (GBP)	78	1.6	-13.5
Schweizer Franken (CHF)	153	-3.9	-5.4
Chin. Yuan (CNY)	137	5.9	-3.2

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	202	10.9	-9.6
Brent Rohöl (\$/b)	75.4	44.2	15.0
Gold (\$/oz.)	1,299	2.3	9.1
Industriemetalle (1991 = 100)	279	23.5	18.9
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	17.0	73.5	23.0
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	63.0	16.5	-23.8

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

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
Kanalseln
+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 Zusage 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. Lizenziert 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.