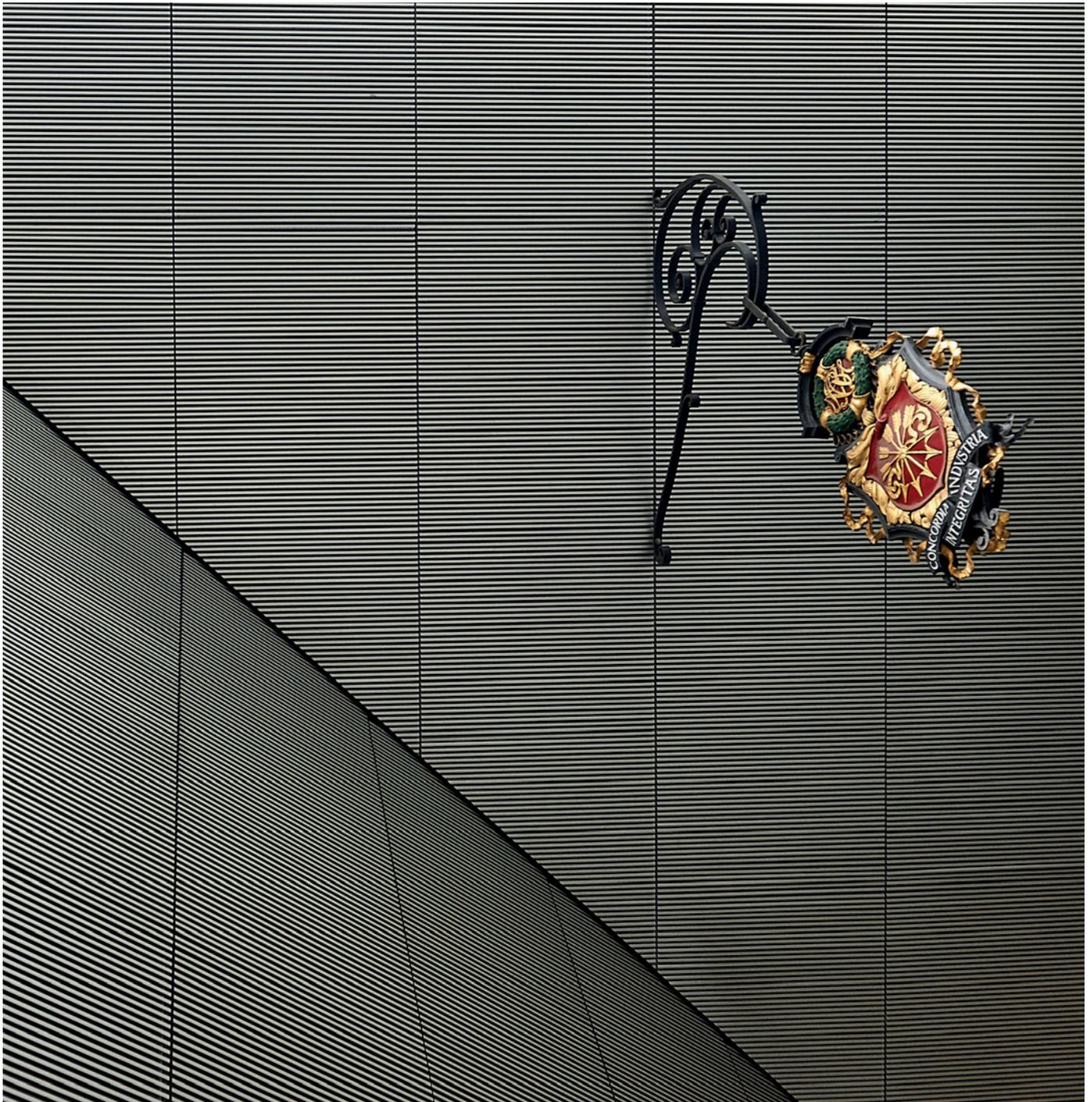


Marktausblick



Wachstumsversicherung – oder Inflationstoleranz?

Ausgabe 99 | Juli/August 2019



Vorwort

Im Juni feierte die am US-Markt fortdauernde Hausse ihren zehnten Jahrestag, und im Juli könnte sie zur längsten jemals verzeichneten Erholungsphase werden.

Allerdings ist es nicht die Grösste. Und wie von uns schon häufig angeführt, ist es bei weitem auch nicht die beliebteste Hausse. Jedoch könnte sie als eine der beständigsten in die Geschichte eingehen, weshalb wir ihr so lange derart wohlgesonnen waren.

Die grösste Bedrohung in Bezug auf ihren elften Geburtstag könnte, abgesehen von ihrer Langlebigkeit, die erneute Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und China sein. Wir können uns nach wie vor eine konstruktive Lösung dieses Streits vorstellen, selbst zum gegenwärtigen Zeitpunkt. Da jedoch der Wahlkampf für 2020 näher rückt, droht auch zunehmend eine Politik der Konfrontation durch das Weisse Haus, ganz zu schweigen davon, dass China und nicht die USA von den derzeit äusserst ungleichen Handelsbedingungen profitiert. Präsident Trump mag also in gewisser Weise Recht haben, aber im diplomatischen Ton hat er sich vergriffen.

Dagegen scheinen die Faktoren, die für gewöhnlich einen Zyklus abwürgen, namentlich ein starker Inflationsanstieg und deutliche Zinserhöhungen, eine wesentlich geringere Bedrohung darzustellen. Sowohl die Inflation als auch die Geldpolitik sind derzeit eher günstig, und das nicht nur in den USA, sondern weltweit. In diesem Marktausblick erörtern wir, welche Gründe es dafür gibt und was das bedeuten könnte.

Wir werden mit Sicherheit nicht so bald mit den Anleihenmärkte durchbrennen. Allerdings sind wir offen dafür, wo sich die nächsten Wachstumschancen ergeben könnten, und was das für die Inflation, Zinsen und Anlageportfolios bedeutet.

Der nächste Marktausblick wird im September veröffentlicht.



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.

© 2019 Rothschild & Co Wealth Management
Erscheinungsdatum: Juni 2019.
Stand der Daten: 31. Mai 2019.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Wachstumsversicherung – oder Inflationstoleranz?

Wenn eine gelockerte Geldpolitik die Antwort ist, was ist dann die Frage?

„Praktische Menschen, die sich selbst für relativ immun gegenüber geistigen Beeinflussungen halten, sind für gewöhnlich die Sklaven irgendeines verblichenen Ökonomen.“

John Maynard Keynes

Wachstumsbedenken kommen (erneut)

auf... Die wichtigste Meldung seit dem letzten Marktausblick ist der Zusammenbruch der „Waffenruhe“ im Handelskonflikt zwischen den USA und China im Mai. Im Zuge dessen knickten die Aktienkurse, just nach einer bemerkenswert starken Entwicklung im April, dank derer der S&P 500 einen neuen Rekordstand erklimmte, umgehend ein, während als sicher geltende Anleihen, die bereits überteuert waren, erneut deutlich zulegten.

Befürchtet wird, dass ein Handelskrieg die Weltwirtschaft und damit auch einen in die Jahre gekommenen US-Zyklus erfassen könnte, der bereits an Dynamik eingebüsst hat, wodurch eine Konjunkturabkühlung Schlimmeres nach sich ziehen könnte.

Unterdessen wurde die Risikobereitschaft ausserdem von der erneut drohenden Möglichkeit in Mitleidenschaft gezogen, dass Grossbritannien die EU ohne Abkommen verlassen könnte. Ebenfalls belastend waren die mangelnde Haushaltsdisziplin in Italien und eine Eskalation der Spannungen im Nahen Osten. Weltweit geht das Geschäftsvertrauen zurück, und die Marktbeobachter, die seit zehn Jahren auf einen Double Dip warten, gehen allmählich wieder in Stellung.

Die Volatilität kommt indes nicht so richtig in Fahrt, zumindest vorerst, was teilweise darauf zurückzuführen ist, dass die Zentralbanken alles Erdenkliche tun, um den Anlegern zu versichern, dass sie mit ihrer Geldpolitik versuchen werden, einen makroökonomischen Schock abzumindern. Zwar wissen wir nicht so genau, was ihre Beweggründe sind, allerdings dürfte einer davon sicherlich mit einer nach wie vor stabilen (bis nahezu erliegenden) Inflation zu tun haben.

... und die Zentralbanken überdenken ihre Politik

Zinssenkungen in einer US-Wirtschaft mit Vollbeschäftigung würden in „normalen“ Zeiten etwas ungewöhnlich erscheinen.

Zugegebenermassen hat die US-Notenbank Fed zwei Aufgaben: die Inflation niedrig zu halten, aber auch ein hohes Beschäftigungsniveau sicherzustellen. Es könnte durchaus sein, dass die Fed zu dem Schluss kommt, dass die Risiken rund um den Arbeitsmarkt angesichts der jüngsten Scharmützel im Handelskrieg deutlich zugenommen haben. Die Ausgangslage ist jedoch, dass sich die Arbeitslosigkeit in den USA auf einem 50-Jahres-Tief befindet, ein Punkt, an dem man gewöhnlich von deutlich zunehmenden Inflationsrisiken ausgehen würde. Eine niedrige Arbeitslosigkeit wird in der Regel mit einer höheren Inflation in Verbindung gebracht. Dieses Phänomen ist als „Phillips-Kurve“ nach dem Professor benannt, der es als erster nachverfolgte.

Unwahrscheinlich ist, dass die Fed den Anlegern gegenüber niedrigere Zinsen suggerieren würde, was die Geldmärkte derzeit recht eindeutig vorwegnehmen würden, wenn sie der Meinung wären, es stünde eine höhere Inflation bevor. Wir bezweifeln jedoch, dass die Fed ihre Ansicht geändert hat (wir erinnern daran, dass sie bis Dezember die Zinsen an hob), nur weil sie von den Märkten und Medien, oder gar von Präsident Trump eingeschüchtert wird.

Entweder ist sie inzwischen viel pessimistischer geworden, was das Wachstum und die Beschäftigung in der zweiten Jahreshälfte angeht, oder sie überdenkt derzeit, wie die Inflation funktioniert, oder beides. Wir weisen darauf hin, dass die von der Fed verwendete Kennzahl für die Inflation, die im April 1,5 % betrug, unter ihrem Zielwert von 2 % liegt, die Diskrepanz aber nur unwesentlich ist.

Die US-Notenbank ist mit Abstand die wichtigste Zentralbank für die Anleger, und ihre Kehrtwende oder bevorstehende Kehrtwende ist somit am dramatischsten. Aber auch die Europäische Zentralbank (EZB) hat eine gelockerte Einstellung signalisiert und angedeutet, dass sie „im Bedarfsfall“ aktiv Zinssenkungen in Erwägung zieht.

In der Eurozone ist die Arbeitslosigkeit doppelt so hoch wie in den USA. Ausserdem ist das Mandat der EZB nur auf die Inflation beschränkt und weniger präzise als das der Fed (eine

Inflation „unterhalb von, aber nahe 2 %“). Allerdings war die Arbeitslosigkeit seit Bestehen des Euro nur selten niedriger. Wenngleich die Inflation im April nur 1,2 % betrug, ist der Abstand zum Zielwert nicht allzu gross. Wie bereits erwähnt, ist das Ziel ohnehin nicht sehr genau definiert.

Auch in diesem Fall kommen wir zu dem Schluss, dass die EZB von einer Wachstumsschwäche ausgeht, die deutlich genug ausfallen dürfte, um die Inflation gemäss Korrelation in der Phillips-Kurve zurückgehen zu lassen und/oder die Funktionsweise der Wirtschaft überdenkt. Der EZB folgt die Schweizerische Nationalbank letztlich auf den Fuss: Sie zieht in der Regel mit der Geldpolitik der EZB gleich, um destabilisierende Währungsflüsse zu vermeiden.

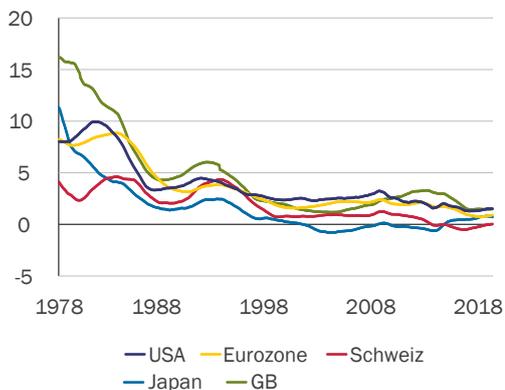
Die Bank of England wartet angesichts der prognostizierten wirtschaftlichen Risiken rund um den EU-Austritt des Landes vorerst ab. Sie verfügt über ein informelles Mandat zur Unterstützung der Wirtschaft und ein formelles Inflationsziel von 2 %. Da sich die Arbeitslosigkeit in Grossbritannien auf dem niedrigsten Stand seit 1974 und die Inflation am Zielwert befindet, spricht bislang auch nichts für eine gelockerte Politik, was sie wahrscheinlich aber nicht davon abhalten wird, der Fed oder EZB zu folgen.

Sklaven von mittlerweile verblichene Ökonomen?

Die Wachstumserwartungen haben einen Rückschlag erlitten. Wir gehen jedoch, wie bereits erwähnt, davon aus, dass hinter diesem geldpolitischen Umdenken noch etwas mehr steckt. Denn dies ist nicht das erste Mal in den letzten Jahren, dass sich sowohl die Inflation als auch die Zinsen, aus welchem Grund auch immer, als „auf längere Zeit niedriger“ erweisen.

Abbildung 1: Inflationstrends 1979 – 2019

Gleitender 5-Jahres-Durchschnitt der Verbraucherpreisinflation (in % ggü. dem Vorjahr)



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

Unlängst gingen an den Anleihenmärkte die Inflationserwartungen bezüglich der USA und der Eurozone unabhängig von den Wachstumserwartungen geringfügig, aber doch eindeutig zurück.

Wir haben das Inflationsrisiko und die geldpolitische Normalisierung stets als wahrscheinliche zyklische Negativfaktoren angesichts ansonsten relativ klarer makro-ökonomischer Rahmenbedingungen erachtet, nur haben sie sich noch nicht (wieder) eingestellt. Die Löhne in den USA konnten ungeachtet der dortigen Vollbeschäftigung nicht signifikant zulegen, und nun scheint es, als ob sich die Fed kurz vor der Erreichung des zuvor angekündigten Ziels anschickt, wieder umzuschwenken, nachdem sie sich zumindest seit Ende 2015 in die seit langem erwartete Richtung zu bewegen schien.

Diese Inflationsziele existieren nicht, weil ein bisschen Inflation etwas Positives ist. Sie bestehen, weil die Inflation einst Staatsfeind Nr. 1 war. Nachdem man erfolglos mit verschiedenen Rahmenbedingungen experimentiert hatte, darunter Nachfragemanagement, Monetarismus, Einkommens- und Wechselkurspolitik, wurde letztlich beschlossen (zunächst von der Bank of New Zealand im Jahre 1990), ein formales Ziel zu setzen, um die sich selbst aufrechterhaltenden Erwartungen, die eine Mentalität inoffizieller Zielvorgaben schufen, zu begrenzen. Dem (willkürlichen) Ziel selbst kam dabei eine Schlüsselbedeutung zu. Welche Hebel genau in Bewegung gesetzt werden müssten, um dieses Ziel zu erreichen, war weniger wichtig (so lange sie im Grossen und Ganzen glaubwürdig waren).

Zentralbanken mit einem Inflationsziel als Kern ihrer Geldpolitik hatten es in der Vergangenheit sicherlich schon mit einer niedrigeren Inflation zu tun. Allerdings können wir nicht sicher sein, ob hierfür das Regime und nicht die Umstände verantwortlich waren.

Abbildung 1 zeigt, wie weit wir in den letzten 40 Jahren gekommen sind. Das Jahr 1979 markiert nicht unbedingt den Höhepunkt der damaligen Inflation. Es steht vielmehr dafür, dass man sich sowohl in den USA als auch in Grossbritannien dessen bewusst wurde, dass dramatische Gegenmassnahmen ergriffen werden mussten.

In der Tat lag der wesentliche Inflationsrückgang (siehe Abbildung 1) bereits um das Jahr 2000 hinter uns, und seitdem ist die Teuerungsrate in etwa stabil. Selbst in Japan, wo die Deflation wesentlich geringer ausfiel als gemeinhin angenommen, ist die Teuerungsrate seit 20 Jahren im Grossen und Ganzen flach ausgefallen.

Trotzdem wirft die Inflation nach wie vor weite Schatten voraus. Die Vorstellung, dass ein stärkeres Wachstum zu einer höheren Inflation führen könnte, steht nach wie vor im Mittelpunkt des wirtschaftlichen Diskurses. Ihre gleichbleibende Tendenz liess sich die meiste Zeit durch die Arbeitslosigkeit erklären – bis jetzt zumindest.

Die Phillips-Kurve war intuitiv, d. h. wenn man wie so viele eine bestimmte Sichtweise der Weltwirtschaft vertrat – eine Weltsicht, wie sie an den meisten Fakultäten auf unbedachte Weise gelehrt wurde. Dieser etablierte Ansatz ist grösstenteils keynesianischer Natur*, was angesichts der Meinung von Keynes über verblichene Wirtschaftsexperten, die wir oben zitiert haben, schon ironisch anmutet. Allerdings befürworten ihn auch viele Monetaristen implizit.

Es gibt aber eine alternative Sicht der Dinge, bei der die Verbindung zwischen Wachstum und Inflation sogar in die entgegengesetzte Richtung verläuft.

Eine gegen etablierte Sichtweisen gewandte Wachstumseinschätzung

Die etablierte Sichtweise konzentriert sich auf die Nachfrageseite der Wirtschaft. Sie erachtet die Ausgaben von Konsumenten, Unternehmen und Staaten als wesentliche Wachstumsfaktoren und geht auf die keynesianische Revolution zurück, welche wesentlichen Einfluss auf die Wirtschaftspolitik und die Erfassung der Wirtschaftsleistung nach dem Zweiten Weltkrieg hatte (volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen (BIP) wurden grösstenteils vor dem Hintergrund des keynesianischen Rahmenkonzepts erstellt).

Es leuchtet schon ein, wie ein stärkeres Vertrauen (die „Lebensgeister“) Unternehmen oder Privathaushalte dazu ermutigen kann, mehr auszugeben, und damit für eine steigende Produktionsleistung sorgt. Das Angebot wird grösstenteils als passive Grösse erachtet. Zur augenscheinlichsten Ausnahme kommt es dann, wenn es plötzlich verringert wird, etwa wenn Öllieferungen unterbrochen werden oder wenn es zu Störungen aufgrund von Streiks kommt.

Ein Schwerpunkt auf einer übermässigen Gesamtnachfrage – als Folge solcher „Lebensgeister“, einer lockeren Geldpolitik oder einer Angebotsunterbrechung – legt nahe, dass „zu viel Geld hinter zu wenigen Gütern hinterherjagt“ (oder zu wenigen Arbeitskräften), was steigende Preise zur Folge hat.

Dies ist nach wie vor die Standardperspektive im makroökonomischen Diskurs, selbst in einer von Desinflation geprägten Zeit. Begriffe wie „Ersparnisschwemme“ und „langfristige

Stagnation“, bei denen die zugrundeliegende Annahme lautet, dass die Nachfrage nicht stark genug ist, um für ein stärkeres Wirtschaftswachstum zu sorgen, verdeutlichen dies. Monetaristen, die sich auf ein langsames Wachstum der Geldmenge konzentrieren, rücken ebenfalls implizit die Nachfrage in den Vordergrund.

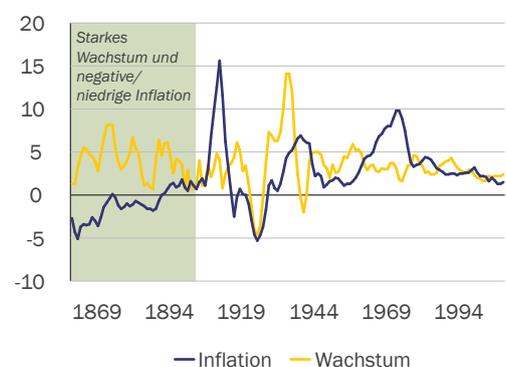
Einer alternativen Sichtweise zufolge bestimmt hingegen das Gesamtangebot und nicht die Gesamtnachfrage das Wachstum. Es ist schwierig sich vorzustellen, wie das Angebot unabhängig von der Nachfrage zunehmen kann. Aber das ist durchaus möglich und war auch schon der Fall. Wenn das Wachstum angebotsabhängig erfolgt, kommt es eher zu einer Deflation und nicht zu einer Inflation, ein Szenario, in dem sozusagen „zu viele Güter zu wenig Geld hinterherjagen“. Je schneller das angebotsorientierte Wachstum, desto höher die Deflationstendenz.

Gemäss der nachfrageorientierten etablierten Sichtweise ist die Weltwirtschaft de facto eine Fabrik, die auf ihre Kunden wartet, um die Produktion anzukurbeln. Bei der angebotsorientierten Sichtweise produziert die Weltwirtschaft bereits, bevor die Kunden ankommen.

Dies hört sich weit hergeholt an, kann allerdings durchaus eintreten. Vor der keynesianischen Revolution, der, wir erinnern daran, durch die stark ausgeprägte Nachfrageschwäche infolge der Weltwirtschaftskrise Vorschub geleistet wurde, betrachteten die Ökonomen das Gesamtangebot und die Gesamtnachfrage auf ausgewogenere Weise. Natürlich ergibt sich

Abbildung 2: Wachstums- und Inflationstrends in den USA, 1869 – 2018

Gleitender 5-Jahres-Durchschnitt des BIP-Wachstums und der Inflation (in % ggü. dem Vorjahr)



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

* Die keynesianische Ökonomie (auch als „Keynesianismus“ bekannt) beschreibt die Theorien des britischen Ökonomen John Maynard Keynes. Er sprach sich für erhöhte Staatsausgaben und niedrigere Steuern als Anreize für eine höhere Nachfrage aus.

messtechnisch gesehen aus dem, was ausgegeben und was produziert wird, dasselbe. Wir wissen nur nicht, welche Seite für den Antrieb sorgt.

Zu einem angebotsorientierten Wachstum kommt es, wenn das Produktionspotenzial zunimmt. Ein solcher Anstieg ist unter Umständen gar nicht so selten. Neue Fabriken werden nicht über Nacht aus dem Boden gestampft. Neue Ressourcen – und neue Technologien – aber durchaus.

Zurück in die Zukunft?

Ein eindeutiges Beispiel für ein derartiges angebotsorientiertes Wachstum ereignete sich in den USA in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts. Damals war eine neu vereinte Bundesregierung in Washington für eine zunehmend vernetzte Wirtschaft zuständig, in der sich die Infrastruktur laufend verbesserte und es zu technologischen Quantensprüngen kam. Der daraus resultierende starke Effizienzgewinn auf der Angebotsseite führte zu einem nachhaltig starken Produktionswachstum und gleichzeitig meist fallenden Preisen (siehe Abbildung 2, die ausserdem eindeutig belegt, dass selbst im 20. Jahrhundert kein mechanischer Zusammenhang zwischen Wachstum und Inflation bestand). Damals war wohl kaum eine Phillips-Kurve auszumachen.

Es handelte sich um besondere Umstände. In jüngster Zeit können jedoch die Öffnung des Welthandels (bis jetzt) mit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation im Dezember 2001 und die Öffnung massiver Reserven an

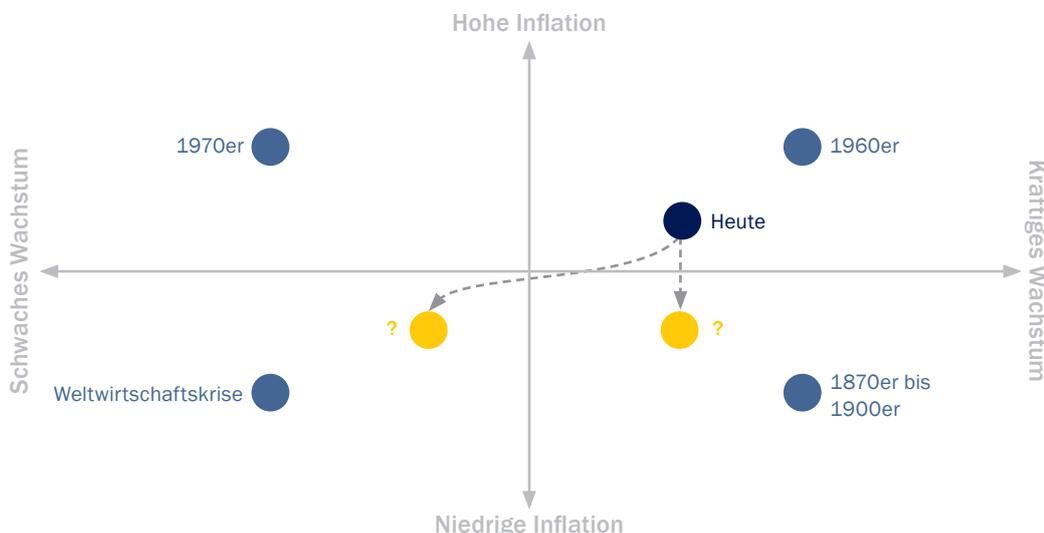
motivierten Arbeitskräften als unverhofftes Angebot betrachtet werden. Abgesehen davon kam es zu einer weiteren Welle der technologischen Innovation in den Bereichen Kommunikation, digitale Medien, Automatisierung, Software, Materialforschung und Nanotechnologie, die ebenso Produktivitätsvorteile mit sich brachte, wie die in einigen Industrieländern verbesserten Beziehungen zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern.

Die Technologiegewinne haben sich aber unter Umständen nicht vollständig in den Produktionsdaten niedergeschlagen. Einige offizielle Studien (etwa die Überprüfung statistischer Daten in Grossbritannien unter dem Vorsitz von Professor Sir Charles Bean im Jahr 2016) deuten darauf hin, dass der digitale oder virtuelle Output ganz einfach nicht genau genug erfasst wird. (Wie kann das sein? Ein Brief lässt sich leicht wiegen und nachverfolgen, E-Mails dagegen nicht.) Als aber Robert Solow 1987 witzelte, „Computer kann man überall sehen, ausser in der Produktivitätsstatistik“, entging ihm vielleicht das Wesentliche. Wenn Produktion und Produktivität als zu niedrig ausgewiesen werden, wird der Vorteil der neuen Technologien stattdessen vielleicht anhand der Zusammenhänge zwischen den verzeichneten Produktions- und Inflationsdaten und gesunden Ertragsmargen ersichtlich.

Mit Bestimmtheit lässt sich dabei nicht feststellen, welche Seite des Marktes, ob nun Angebot oder Nachfrage, den Ausschlag gibt.

Abbildung 3: Stilisierte Kombinationen von Inflation und Wachstum

Steuern wir (erneut) auf den Quadranten unten rechts zu?



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

Wenn wir aber die Möglichkeit eines angebotsorientierten Wachstums zumindest in Betracht ziehen, können wir auch das potenzielle Wechselspiel zwischen Wachstum und Inflation aufgeschlossener bewerten. Anhand der in Abbildung 3 aufgezeigten Eventualitäten wird ersichtlich, dass die Möglichkeit, dass wir uns in den (vorteilhaften) Quadranten unten rechts befinden, real sein könnte.

Wenn zudem das Verhältnis zwischen Wachstum und Preisstabilität günstiger ausfällt, als der Keynesianismus nahelegt, bei dem wir die Wirtschaft durch das Prisma der Inflation betrachten, können die Zentralbanken vielleicht auch trotz einer niedrigen Arbeitslosigkeit ihre Geldpolitik lockern, ohne damit allzu grossen Schaden anzurichten.

Allerdings stellt sich nach wie vor die Frage, ob ein verbesserter Mix aus Wachstum und Inflation bereits an den Geld- und Anleihenmärkte eingepreist ist. Eine sorgfältige Diskussion über das „richtige“ Zinsniveau würde den Rahmen dieser Publikation sprengen. Wir können indes feststellen, dass neben der Verbindung zwischen Inflation und Produktion auch der Zusammenhang zwischen Zinsen und Inflation in der Vergangenheit relativ flexibel war.

Wie bei der Phillips-Kurve konnte die Verbindung etwa zwischen dem nominalen BIP-Wachstum einerseits und Zinsen und Anleihenrenditen andererseits, wie sie in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts bestand, in früheren Zeiten nicht immer Gültigkeit für sich beanspruchen. Häufig wichen die Zinsen von den wirtschaftlichen Bedingungen ab, und das nicht nur vorübergehend. Lässt man die aktuell verhaltene Inflation ausser Acht, sind die Geld- und Anleihenmärkte derzeit vielleicht gar nicht so sehr überteuert, wie es scheint.

Zurück zum Ausgangspunkt ...

Was bedeutet dies für Anleger? Vielleicht sollten wir kurz hinzufügen, dass uns unsere allzu vorsichtige Einschätzung des Inflationsausblicks nicht davon abhielt, in den letzten zehn Jahren den Marktausblick positiv zu bewerten. Bei Anleihen waren wir sicherlich zu pessimistisch, aber Aktien waren seit der globalen Finanzkrise (offensichtlich) bislang die grossen Gewinner.

Einige Analysten legten nahe, dass die Inflation die ganze Zeit über niedrig bleiben würde. In der Regel argumentierten sie dabei aber von einer keynesianischen Warte aus. Ihre Diagnose lautete auf eine nachlassende Nachfrage und nicht auf ein steigendes Angebot, und sie schätzten folglich die Unternehmensgewinne viel zu pessimistisch ein.

Für die Unternehmen brachte das desinflationäre Umfeld währenddessen keine „Eiszeit“ und auch keinen Verlust an „Preismacht“ mit sich. Eigentlich trifft eher das Gegenteil zu. Die Betriebsmargen in den USA haben neue Hochs erklommen, obschon die Inflation verhalten blieb, und die Rentabilität in den Industrieländern (um die Inflation bereinigte Eigenkapitalrendite) hat ein 50-Jahres-Hoch erreicht.

Dies ist vielleicht die wichtigste Anlageerkenntnis in Bezug auf die Möglichkeit eines angebotsorientierten Wachstums. Eine niedrige Inflation und niedrige Zinsen sind offensichtlich positiv für Staatsanleihen, müssen aber für Unternehmen auch nicht von Nachteil sein.

Zugegebenermassen scheint während eines Grossteils des Jahres 2019 der zyklische Spielraum für Aktien – zumindest aus konventioneller Sicht, der zufolge unmittelbar Inflationsexzesse und geldpolitische Straffungen drohten – zurückzugehen, während sich die Märkte weiter erholten.

Das letzte Wort ist diesbezüglich noch nicht gesprochen. Es könnte durchaus sein, dass die Zentralbanken von einer für das Wachstum fatalen zweiten Jahreshälfte ausgehen, und die so eindeutig von ihnen in Erwägung gezogenen Zinssenkungen keine geänderte Sicht der Verbindung zwischen Wachstum und Inflation, sondern vielmehr eine konventionellere zyklische Absicherung darstellt.

Ausserdem sind wir noch nicht vollständig davon überzeugt, unsere Bedenken in Sachen Inflation aufzugeben. Für den Fall, dass die nachfragebedingte Inflation weiterhin ein Risiko darstellt, gehen wir davon aus, dass sich dieses nicht durch Feinabstimmungen vorwegnehmen lässt. Stattdessen sollten die Zentralbanken unseres Erachtens abwarten, bis sich die Signale, ob für eine Rezession oder ein angebotsorientiertes Wachstum, deutlicher abzeichnen. Wenn Präsident Trump nicht vorsichtig ist, könnte sein mangelndes Taktgefühl bei den Handelsgesprächen sogar die Gans töten, die dazu beitrug, das angebotsseitige Ei zu legen.

Vielleicht müssen wir aber auch nur offen bleiben. Die aktuellen Anleihekurse sind unter Umständen tragfähiger und der implizite Portfolioschutz von Anleihen weniger überteuert als von uns gedacht.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

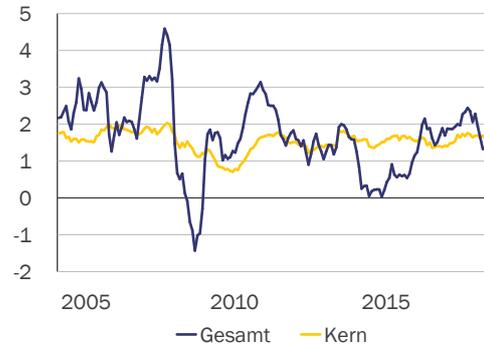
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



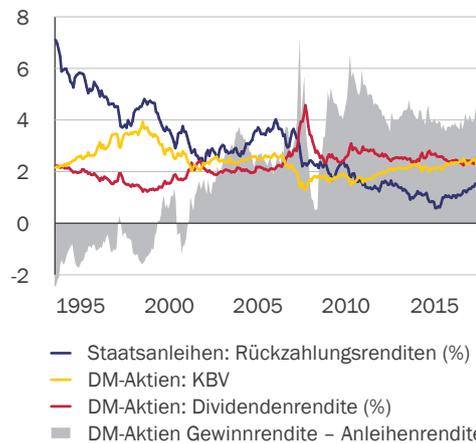
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	2.1	10.3	4.4
10-J.-US-Gilt	0.8	6.4	8.3
10-J.-Bundesanleihen	-0.3	6.6	5.8
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.5	4.3	1.5
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	-0.1	1.7	0.6
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.5	7.7	9.7
Globale Anl.: Hochzins (USD)	6.1	7.3	23.0
EM (USD)	5.0	10.3	16.8

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.5	3.3	41.4
DM	2.5	4.2	41.9
EM	2.8	-2.9	37.6
US	1.9	6.5	47.1
Eurozone	3.5	-0.9	31.6
GB	4.4	2.0	39.0
Schweiz	3.0	19.9	41.1
Japan	2.6	-10.2	29.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	109	2.4	3.6
Euro (EUR)	124	0.1	5.2
Yen (JPY)	94	5.7	-1.5
Pfund (GBP)	76	-1.8	-9.7
Schweizer Franken (CHF)	158	3.0	-1.1
Chin. Yuan (CNY)	131	-4.6	-2.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	176	-10.2	-8.5
Brent Rohöl (\$/b)	62.1	-17.5	26.4
Gold (\$/oz.)	1,347	5.3	3.7
Industriemetalle (1991 = 100)	235	-15.9	24.8
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	15.2	23.1	-21.9
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	76.7	46.6	-7.1

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per 31. Mai 2019.

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

Wichtige Informationen

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

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

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

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

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

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

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

Zur Rothschild & Co Gruppe gehören unter anderem folgende Vermögensberatungsgesellschaften:

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

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

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

Hinweise

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

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

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

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
Via Agnello 5
20121 Mailand
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