



## Trockeneis und Mottenkugeln

Ausgabe 117 | November 2021

**03 Eine Plage nach der andern?**

Keine Panik

**04 Grossbritannien geht mutig voran...**

Geldpolitische Straffung

**05 Britische Staatsschulden: Inflation ist wichtig**

Teurer Anstieg des britischen EPI

**06 IWF-Prognosen**

Ausblick nicht so düster

**06 Suche nach Orientierung**

Aktienmarktrotation

**08 Jeder kann populär sein**

Analyse des Gesamtbildes

**10 Kosten und Konsequenzen**

Die wirtschaftlichen Folgen von Covid-19



## Trockeneis und Mottenkugeln

Haben Sie es auch verpasst? Das Intermezzo zwischen Deflationsangst und Inflationspanik, als viele Experten uns versicherten, dass alles in Ordnung sei? Oder hat sich die Wirtschaft – genau wie Trockeneis und Mottenkugeln – von einem statischen festen Aggregatzustand in Gas verwandelt und den flüssigen Zustand in der Mitte übersprungen?

Nichts davon. Schlagzeilen sagen uns nie, dass alles in Ordnung ist; die Wirtschaft ist darüber nicht erhaben. Die Nachrichtenmaschine reiht Krise an Krise, doch die wirtschaftliche Realität ist weniger volatil.

Wenn wir uns um etwas sorgen müssen, dann immer die Inflation und nie die Deflation. Wir halten die Wirtschaft für weniger anfällig als befürchtet (oder von offizieller Seite prognostiziert). Zudem gab es in der Vergangenheit viele verheerende Hyperinflationen, aber noch nie Hyperdeflationen. Die aktuelle Inflationsgefahr muss allerdings in Relation gesehen werden.

Vor allem ist es verfrüht, das Ergebnis als «Stagflation» zu bezeichnen, auch wenn die Inflation zuletzt mit einem langsameren Wachstum zusammenfiel. In den 1970er Jahren dauerte es ein ganzes Jahrzehnt, bis sich die Stagflation zusammenbraute und die Inflation je Wachstumseinheit – und dessen soziale Auswirkungen – war damals erschreckend. Könnte es erneut dazu kommen? Natürlich. Wird es erneut dazu kommen? Das bezweifeln wir aus den nachfolgend erläuterten Gründen.

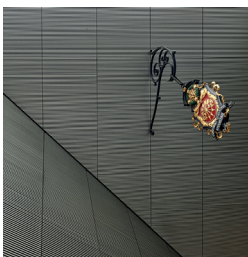
Sollte die Wirtschaft wirklich stagnieren, wären die Chancen der Zentralbanken geringer, der Inflation mit höheren Zinsen entgegenzuwirken, und sie sind sich heute der sozialen Auswirkungen bewusst. Nach der aktuellen Sachlage gehen wir davon aus, dass die Normalisierung der Leitzinsen (erneut) ein wenig früher beginnen und weiter gehen wird, als die Geldmärkte erwarten. Kurzfristig ist dies wohl kaum eine gute Nachricht für die Aktienmärkte, an denen potenziell erneut Gewinne mitgenommen werden. Doch die Unternehmensgewinne könnten sich im Rennen mit den Zinsen wieder die Führung sichern und unseres Erachtens sind Anleihen strategisch stärkeren Risiken ausgesetzt.

Die Kapitalmärkte können ihren Aggregatzustand schneller ändern als die zugrunde liegende Wirtschaft.

(Die UN-Klimakonferenz COP26 – mit der wir uns bereits im August vorausschauend beschäftigt haben – ist derzeit noch im Gange und wird Thema der Dezember-Ausgabe sein.)

**Kevin Gardiner / Victor Balfour**

Global Investment Strategists



**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.

© 2021 Rothschild & Co Wealth Management  
Erscheinungsdatum: November 2021.  
Stand der Daten: 28. Oktober 2021.  
Quelle für Grafiken und Tabellen:  
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

## Eine Plage nach der andern?

«...und wann kommen die Heuschrecken?» – Andrew Bailey, Gouverneur der Bank of England

«Wenn die Leiden kommen, So kommen sie wie einzelne Späher nicht, Nein, in Geschwadern» – Hamlet

Versorgungsengpässe und Arbeitskräftemangel. Steigende Energie- und Lebensmittelpreise. Gerüchte um die Wiedereinführung eines Goldstandards. Wachstumsverlangsamung. Mehr Steuern. Eine grössere Regierung. Hier in Grossbritannien «bricht das Pfund ein». Ehe man sich's versieht, ist man zurück in den 1970er Jahren – oder zumindest wird uns dieser Eindruck zunehmend vermittelt. Die Schlange der Experten, die eine «Stagflation» diagnostizieren, wäre auch an einer Londoner Tankstelle nicht fehl am Platz.

Hinzu kommen weitere moderne Leiden wie Energieknappheit, die vermeintlich durch einen Mangel an Windkraft verschärft wird, und immerwährende Sorgen wie die dysfunktionale US-Politik und das Regierungsdiktat in China – und ganz plötzlich wurde Goldlökchen von den Bären verspeist und der Gouverneur der Bank of England erwartet biblische Plagen.

### **Ganz so düster stellt sich die Sachlage allerdings nicht dar.**

An dieser Stelle ist nicht genug Raum, um uns detailliert mit dem jüngsten Wiederaufbau dieser Mauer der Leiden auseinanderzusetzen (und wir haben einige ihrer Bausteine bereits in früheren Beiträgen und *Marktausblicken* behandelt). Dieser Beitrag ist lediglich eine vorläufige Stellungnahme, in der wir – wie so oft – davon abraten, dramatische Anpassungen an langfristig ausgerichteten Anlageportfolios vorzunehmen.

Die Echos aus den 1970er Jahren sind zwar hörbar, aber nur schwach. Wir hören sie nur, weil unsere mediengeschulten Ohren heute hellhöriger sind. Beim sogenannten «Einbruch» des Pfunds handelte es sich gerade einmal um einen Rückgang um weniger als 2%.

Die «Stagflation» wurde damals nach einem zehn Jahre langen Kampf um die Wahrung der Glaubwürdigkeit der westlichen Geldpolitik diagnostiziert. Auch der damalige Inflationsanstieg und die Wachstumsverlangsamung entwickelten sich im Verlauf eines Jahrzehnts. Den grössten Beitrag dazu leisteten Faktoren wie miserable Arbeitsbeziehungen und ein neu gebildetes Ölkartell (zu einem Zeitpunkt, als Öl sowohl noch für wichtiger als auch für knapper gehalten wurde als heute).

In den letzten Jahren war die Geldpolitik hingegen deutlich glaubwürdiger. Die Inflation war tief und stabil, was das Vertrauen in die expliziten Inflationsziele der Zentralbanken (die es in den 1970er Jahren nicht gab) gestärkt und das Risiko einer sich selbst erfüllenden Erwartungsspirale reduziert hat.

Wir sind ein wenig besorgt darüber, dass die Zentralbanken womöglich ein wenig zu selbstzufrieden geworden sind – schliesslich waren die schleichende Verschiebung der Prioritäten und Hybris bei uns schon öfter Thema. Davon auszugehen, dass die Inflation «feinabgestimmt» werden kann, ist (unseres Erachtens) falsch. Allerdings besteht kein Zweifel daran, dass die Inflationserwartungen heute deutlich weniger tief verwurzelt sind als damals, ganz unabhängig davon, was die Bitcoin-Befürworter uns weismachen möchten.

Der ursprüngliche Goldstandard wurde nicht einfach so aufgegeben, sondern brach zusammen. Grund dafür war damals, dass er den Belastungen durch die wachsende Inflationsdynamik in einer zunehmend multipolaren Welt nicht mehr gewachsen war. Zu Zeiten des Goldstandards war die Welt nicht krisenfrei, wohl aber deutlich ärmer. In diesem Jahr ist der Goldpreis bisher gefallen, was darauf hindeutet, dass die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik nicht besonders fragil ist.

Die wirtschaftlichen Enttäuschungen in den 1970er Jahren waren sehr viel dramatischer und dauerhafter als alles, was wir derzeit erleben (oder unserer Einschätzung nach voraussichtlich erleben werden). In den westlichen Ländern wird die Inflation 2021 die Erwartungen vom Jahresanfang übertreffen, vielleicht aber höchstens um einen Prozentpunkt. Ein gewisser Inflationsanstieg war im Zuge der Wiedereröffnung der Wirtschaft immer zu erwarten (siehe unser Bericht vom Januar: «Inflation: eine Revision»). Wir gehen davon aus, dass die Inflationsraten im Trend, und nicht nur dieses Jahr, in Zukunft höher sein werden als zuletzt. Dennoch dürften sie im tiefen einstelligen Bereich bleiben.

Die derzeitigen Probleme am Arbeitsmarkt – oder zumindest jene, die über die unmittelbaren Wiedereröffnungsphasen hinaus anhalten – sind andere als in den 1970er Jahren. Damals stand eine dauerhaft höhere Arbeitslosigkeit in Aussicht (obwohl wir noch nicht wussten, wie hoch und wie lange

genau), als die mangelnde Flexibilität des Arbeitsmarktes langsam aufgelockert wurde. Heute blicken wir möglicherweise auf einen Arbeitsmarkt, auf dem mittelfristig gewissermassen Vollbeschäftigung herrschen wird. Für einige Stellen müssen unter Umständen höhere Reallöhne gezahlt werden, um Arbeitskräfte anzuziehen. Viele davon erfordern zwar eine Ausbildung, doch einige sind eher grundlegende Arbeiten, wodurch möglicherweise zumindest einige Ungleichheiten beseitigt werden.

Genau dies könnte derzeit geschehen. Die Mischung aus beruflichen Neubewertungen nach der Pandemie und den pandemiebedingten Veränderungen der Beschäftigungsanreize – und dem Brexit als zusätzlichem Unsicherheitsfaktor hier in Grossbritannien – bedeutet, dass niemand wissen kann, wie lange die aktuellen problematischen Engpässe wohl dauern werden.

Aber die Arbeitskräfteauslastung ist derzeit immer noch geringer als vor der Pandemie. Es fühlt sich vielleicht nicht so an, aber im System gibt es immer noch Spielraum. Selbst wenn dieser vollständig ausgeschöpft ist, gibt es immer noch jede Menge Spielraum für Produktivitätswachstum: Die Beschränkungen auf der Angebotsseite, die das zugrunde liegende Inflationsrisiko hervorrufen, sind wahrscheinlich lockerer als vorher.

Wir haben eine Inflation schon immer für wahrscheinlicher gehalten als eine Deflation. In diesem Sinne haben unsere Portfoliomanager teilweise auch ihre langfristigen Anlagen zusammengestellt. Allerdings deutet unseres Erachtens bisher nichts darauf hin, dass das Ausmass der zugrunde liegenden Bedrohung – im Gegensatz zu dem unmittelbaren, energie- und engpassbedingten Anstieg – wesentlich grösser ist, als wir angenommen hatten.

*Kevin Gardiner – 30. September*



## Grossbritannien geht mutig voran...

Mit dem von Schatzkanzler Rishi Sunak vorgelegten Herbsthaushalt bestätigte sich, dass Grossbritannien als eines der wenigen Industrieländer auf Normalisierungskurs umschwenken will. Aus dem Haushaltsplan von Sunak geht hervor, dass die britische Fiskalpolitik sowohl weniger locker ist, als er zuvor angedeutet hatte, als auch in den kommenden Jahren eine raschere Normalisierung anstrebt.

Das konjunkturbereinigte kurzfristige Fremdkapital soll nun 2023/24 verschwinden (zuvor 2025/26). Den Höhepunkt erreichte es 2020/21 mit 12% des BIP. Die Gesamtverschuldung soll von 17% im Jahr 2020/21 auf 2% im Jahr 2025/26 fallen (bisher 3%). Die Nettoverschuldung wird nun voraussichtlich 2021/22 bei 98% des BIP ihren Höhepunkt erreichen. Zuvor sollte sie laut Prognosen bei 110% im Jahr 2023/24 erreicht sein. Diese Korrektur ist sensationell – oder sollte es sein.

Der britische Schatzkanzler konnte diese Revisionen vornehmen, ohne neue Sparmassnahmen zu planen (das heisst, über die bereits angekündigten Massnahmen hinaus). Die Steuern sollen sich netto weiter erhöhen, aber die geplanten Ausgaben sollen noch stärker steigen (im Rahmen der Regionalförderungsstrategie («Levelling up») der britischen Regierung, mit der Ungleichheit verringert werden soll) – im Grunde, um die nächsten Wahlen zu gewinnen.

Regelmässige Leser unserer Publikation werden über diese Überfülle von «Cake» nicht überrascht sein (frei nach Boris Johnson: Kuchen zum Aufbewahren und Kuchen zum Essen). Nicht zum ersten Mal waren die Wirtschaftsprognosen des Office for Budget Responsibility (OBR), die in die Vorhersagen des Finanzministeriums einfließen, im Hinblick auf das Wirtschaftswachstum deutlich zu pessimistisch. Für 2021 wird jetzt von einem Wachstum von 6.5% ausgegangen (zuvor 4.0%). Die steigende Inflation wird wahrscheinlich ebenfalls zu höheren Steuereinnahmen beitragen, allerdings auch zu einer Erhöhung der Ausgaben (und in einigen ungewöhnlichen Bereichen – siehe unten).

Hinzu kommt, dass möglicherweise nicht alle von der Regierung während der Pandemie zur Unterstützung bereitgestellten Mittel in Anspruch genommen wurden: Damit ist auch der Ausgangspunkt für die Verschuldung tiefer als bisher. Für regelmässige Leser unserer Publikation wird dies ebenfalls keine Überraschung sein.

Auch die Geldpolitik – die von der Regierung unabhängig ist – dürfte früher als von den Märkten erwartet – und früher als in den anderen bedeutenden Volkswirtschaften – gestrafft werden. In seinen jüngsten Äusserungen über die Inflation bestätigte der Gouverneur der Bank of England praktisch die restriktiveren Erwartungen des Geldmarktes.

Ob er diese Offenheit wirklich beabsichtigt hatte, ist fraglich, doch Worten keine Taten folgen zu lassen, könnte für den geldpolitischen Ausschuss der Bank of England eine riskante Strategie sein. Eine Zinserhöhung scheint unmittelbar bevorzustehen (und zwar nicht wegen der Energiepreise, sondern weil die Wirtschaft stärker und die Beschäftigung voraussichtlich höher ist, als die Bank angenommen hatte).

Wir gehen davon aus, dass die Federal Reserve in der ersten Jahreshälfte 2022 nachziehen wird – und ebenfalls wegen des zugrunde liegenden Inflationsdrucks, nicht wegen des vorübergehenden Gesamtrisikos.

Sind die Schritte der Briten denn tatsächlich so mutig? Diese Haushaltsarithmetik deutet darauf hin, dass ein Grossteil der fiskalischen «Straffung» durch die Wirtschaft selbst und nicht für die Wirtschaft erfolgt. Eine Zinserhöhung um 15 Basispunkte – welche den Geldmärkten ihrer Ansicht nach versprochen wurde – ist deutlich geringer als traditionelle Zinsschritte.

Nichtsdestotrotz ist erkennbar, dass der Weg für den Lieblingszeitvertreiber der Ökonomen – «Erkenne den geldpolitischen Fehler» – vorgezeichnet ist. Irgendwann in den kommenden Monaten/Quartalen werden die Wachstumsindikatoren zweifellos mit einer negativen Überraschung aufwarten, und dann wird es in vielen Beiträgen vermutlich wieder einmal heissen «Wir haben es ja vorausgesagt» und «Die Zentralbanken haben das Wachstum wieder abgewürgt».

Konjunkturverlangsamungen können sich als vorübergehend oder vorteilhaft erweisen (vielleicht wird bis dahin all die angestaute Nachfrage gedeckt sein). Wenn die britische Wirtschaft – oder die US-Wirtschaft – nicht mit etwas höheren als den derzeitigen Nominalzinsen leben kann, dann liegen wir mit unserer Interpretation falsch – und wir sind dem sicheren Untergang geweiht.

*Kevin Gardiner – 27. Oktober*



## Britische Staatsschulden: Inflation ist wichtig

Wie erwähnt, ist Grossbritannien das erste grosse Industrieland, das seine Geldpolitik strafft – ein bemerkenswerter Schritt angesichts der Konjunkturpakete, die im US-Kongress diskutiert werden, und der expansiven Politik, die in Deutschland und Japan erwogen wird. Warum ist es der britischen Regierung so wichtig, ihr Defizit abzubauen?

Es könnte ein Versuch sein, die internationale Glaubwürdigkeit Grossbritanniens wiederherzustellen oder aber die Kontrolle über die politische Mitte zu konsolidieren. Aber womöglich ist es auf einen viel prosaischeren Grund zurückzuführen: den Druck, der durch die aufgrund der Inflation steigenden Zinskosten Grossbritanniens verursacht wird.

In den meisten Industrieländern bedeutet ein wenig Inflation, wenn sie negative reale Kreditkosten zur Folge hat, für die Regierung eine Erosion des «realen» Wertes dieser Verbindlichkeiten. Rund ein Viertel der ausstehenden Schulden von Grossbritannien sind jedoch indexgebundene Gilts (ILGs) – das ist unverhältnismässig mehr als beispielsweise in den USA oder Deutschland.

Als Bezugspunkt für ILGs dient der britische Einzelhandelspreisindex (EPI). Dieser hat mit 4.9% den höchsten Stand seit zehn Jahren erreicht und dürfte weiter steigen (wie die international vergleichbare KPI-Inflation, bei 3.1%). Schätzungen des OBR deuten darauf hin, dass ein Anstieg des EPI um einen Prozentpunkt bei Rücknahme dieser Anleihen einen inflationären Anstieg ihres Kapitalwerts zur Folge hat.

Der britische Schatzkanzler könnte durchaus einen gewissen fiskalpolitischen Spielraum haben, selbst wenn der Inflationsdruck anhält. Die britischen Zinszahlungen sind in den letzten fünf Jahren absolut und relativ gesehen gesunken, obwohl der Schuldenbestand um mehr als ein Drittel gestiegen ist. Dieser Spielraum könnte jedoch schnell wieder schwinden.

Verfestigt sich die Inflation allzu sehr, könnten die Märkte irgendwann auch höhere reale Kreditkosten erwarten, und wenn der Schuldenbestand verlängert wird, steigen die Kosten neuer Kredite parallel zum Inflationsanstieg.

Das britische Finanzministerium könnte mehr konventionelle (nominale) Gilts ausgeben. Aber Anlageprogramme mit Abstimmung zwischen Aktiven und Passiven – einschliesslich Pensionskassen und Versicherungen – verlangen weiterhin indexgebundene Gilts, selbst angesichts der derzeit negativen realen Renditen. Derzeit liegen die Renditen von ILGs nahe an ihren Allzeittiefs, bei zehnjährigen Gilts etwa bei -2.9%.

Für traditionelle Anleger bestimmt das Haushaltsdefizit nur selten die Renditen. Wichtiger sind die Inflation und der Konjunkturzyklus. Und die Renditen von nominalen wie von indexgebundenen Gilts sind nach wie vor viel zu tief. Solange die Inflationserwartungen weiter steigen (bei Redaktionsschluss stieg die in die zehnjährigen Gilts eingepreiste EPI-Inflationsrate erstmals seit dem Hoch von 2008 über 4%), werden die indexgebundenen Gilts weiterhin eine Outperformance erzielen. Sie sind keine attraktiven Renditeanlagen, sondern dienen zur Diversifikation und mindern das Risiko einer dramatischeren Inflationsentwicklung (Extremrisiko).

*Victor Balfour – 6. und 27. Oktober*



1 Minute  
Lesezeit

## IWF-Prognosen

In seinem halbjährlichen Weltwirtschaftsausblick vom Oktober senkte der IWF die Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft in diesem Jahr auf 5.9% (von 6.0%), während sie für die Inflationsrisiken auf 4.8% angehoben wurde (von 3.6%) – vielleicht ein Warnschuss vor den Bug der allzu gemächlichen Zentralbanken.

Einige subtilere und positivere Aspekte des Berichts wurden möglicherweise übersehen.

Die revidierte Wirtschaftsprognose zeigt, dass die Wirtschaft der Industrieländer näher daran ist, wieder an ihren früheren Trend anzuknüpfen, als der IWF im April annahm. Die Wachstumsprognosen für die Jahre 2022 bis 2026 wurden von 2% auf 2.3% revidiert, was kumuliert dem Zuwachs eines Landes wie der Schweiz (in US-Dollar) entspricht.

Auch aus fiskalpolitischer Sicht hat sich die Lage leicht verbessert. Die Schuldenquoten im Verhältnis zum BIP sinken ab diesem Jahr, sodass sie bei den Industrieländern bis 2025 gegenüber der April-Schätzung um etwa zweieinhalb Prozentpunkte zurückgehen (von 121% auf 118.5%).

Es ist klar, dass die Pandemie noch nicht ausgestanden ist. Der IWF mahnt diesbezüglich zur Vorsicht und weist darauf hin, dass durch COVID-19 «enorme Risiken» bestehen bleiben, wenn es den Industrieländern nicht gelingt, die Impfstoffe weltweit gerechter zu verteilen. Vorerst deuten die Prognosen des IWF, wenngleich wie immer vorsichtig, auf anhaltendes Wachstum und eine relativ gut verankerte Inflation hin.

*Victor Balfour – 19. Oktober*



3 Minuten  
Lesezeit

## Suche nach Orientierung

Die Erholung nach der Krise liegt nun grösstenteils hinter uns und die entscheidenden makroökonomischen Themen der wiederhergestellten Rentabilität und der (noch) tieferen Zinsen sind an den Aktienmärkten nun weitgehend eingepreist. Ohne gleich den Startschuss zum Rennen zwischen Wachstums- und Substanzwerten (wobei erstere noch deutlich in Führung liegen) zu geben, stellt sich die Frage, ob wir bereit sind für einige taktische Rotationen in der Marktführung.

Wer sind die Kandidaten? Einige Sektoren bieten womöglich ein langfristig andauerndes Wachstum (das heisst ein starkes, von langfristigen Trends im Technologie- und/oder Lifestyle-Bereich getragenes Wachstum). Mit ihnen könnten Anleger auf kurzfristiges (zyklisches) Wirtschaftswachstum oder die Zinsentwicklung setzen. Andere wiederum zeichnen sich durch ihre relative Stabilität oder Defensivität aus. (Die erste dieser Gruppen bildet den Kern des breiteren «Wachstumssegments». Dieses Segment (bzw. dieser «Anlagestil») wird jedoch eher nach seinen Bewertungsmerkmalen als nach seinem wirtschaftlichen Fussabdruck benannt.)

Welche dieser Gruppen die Marktführung innehat, ist nicht immer eindeutig. Einige dieser Sektoren können mehr als eines der genannten Merkmale aufweisen. Banken sind sowohl zyklisch als auch von der Zinsentwicklung abhängig. Technologie kann sowohl langfristiges Wachstum als auch Zyklizität bieten. Energie kann als zyklisch, zuweilen als defensiv und bis vor Kurzem vielleicht auch als langfristiger Absteiger angesehen werden (aufgrund von ESG-Bedenken).

Wodurch könnte zum gegenwärtigen Zeitpunkt eine Rotation ausgelöst werden? Mögliche Faktoren wären etwa, dass das Gewinnwachstum der Unternehmen seinen Höhepunkt erreicht und die Leitzinsen zu steigen beginnen.

Eine Verlangsamung bei den Unternehmensgewinnen insgesamt ist nicht mit einer rezessionsbedingten Wende gleichzusetzen: Letztere würde eine Suche nach ausgesprochen defensiven Sektoren wie Lebensmittel und Getränke sowie Versorgern rechtfertigen. Eine solche Verlangsamung könnte einfach eine Hinwendung zu bisher übersehenen Sektoren auslösen, die bei der Erholung in der unmittelbaren Aufregung hinterherhinken.

Steigende Zinsen (oder eine steilere Renditekurve) können den Nettozinsertrag der Banken in die Höhe treiben und die anleihenähnlichen Versorgungs- und Immobiliensektoren belasten. Gestützt auf eine starke Wirtschaft können sie jedoch auch die Aufmerksamkeit der Anleger auf konjunkturabhängige Sektoren fokussieren.

Die Umstände, unter denen wir Wendepunkte bei Wachstum und Zinsen erreichen, sind in jedem Zyklus anders. Wenn wir uns die historischen Daten ansehen (siehe beispielsweise Abbildungen 1 und 2), scheint es nach diesen Wendepunkten nur wenige konstante Gewinner und Verlierer zu geben. Dieser Zyklus ist vielleicht sogar noch spezieller als gewöhnlich, und wir bezweifeln, dass auf ihn einfache Faustregeln angewendet werden können. Wie bereits angemerkt, muss es auch keinen klaren Marktführer geben.

Wir haben noch keine klare Vorstellung, wer zu den nächsten Marktführern gehören wird – im Top-down-Kontext bevorzugen wir nach wie vor eine Mischung aus verschiedenen Sektoren. Bei der Frage, wer nicht, sind wir uns allerdings deutlich sicherer: defensive Sektoren. Um sich Sorgen über die nächste Rezession und/oder Finanzkrise zu machen, scheint es zu früh.

Charlie Hines – 19. Oktober

## Abbildung 1: US-Sektorperformance in den 12 Monaten nach einem Hoch beim Gewinnwachstum

Relative Sektorperformance ggü. MSCI US Index (Gesamtrendite, in USD)

	Energie	Versorger	Basiskonsumgüter	Gesundheit	Telekommunikation	Nicht-Basiskonsumgüter	Finanzen	Industrie	Grundstoffe	IT	Immobilien
2000	26.8%	55.4%	45.4%	46.7%	-18.8%	0.0%	50.7%	31.9%	13.8%	-46.9%	37.8%
2004	23.3%	20.3%	-2.6%	-1.2%	-7.1%	1.7%	-3.5%	-3.5%	-3.6%	-3.7%	23.3%
2006	21.7%	3.9%	-2.1%	-7.4%	9.4%	-6.6%	-12.9%	7.2%	19.4%	6.1%	-9.2%
2010	6.2%	11.1%	7.2%	6.3%	0.9%	0.0%	-15.7%	-1.7%	-5.2%	1.2%	3.3%
2014	-23.6%	-6.4%	3.7%	2.6%	-6.5%	13.4%	-1.7%	-3.3%	-8.2%	5.3%	1.8%
2018	-22.7%	21.5%	11.9%	-7.5%	11.3%	-0.8%	0.3%	-2.2%	-2.7%	3.2%	20.1%

Quelle: Rothschild & Co., Bloomberg

## Abbildung 2: US-Sektorperformance in den 12 Monaten nach einer ersten Leitzinserhöhung

Relative Sektorperformance ggü. MSCI US Index (Gesamtrendite, in USD)

	Energie	Versorger	Basiskonsumgüter	Gesundheit	Telekommunikation	Nicht-Basiskonsumgüter	Finanzen	Industrie	Grundstoffe	IT	Immobilien
1999	1.4%	-3.3%	-26.0%	-3.3%	-27.6%	-0.3%	-6.7%	5.5%	-19.6%	28.5%	-18.7%
2004	26.6%	21.6%	-2.3%	-3.7%	0.0%	-2.8%	-2.6%	5.2%	0.9%	-7.3%	18.2%
2015	2.8%	5.2%	-2.3%	-8.9%	8.6%	-4.0%	7.4%	7.5%	3.4%	1.2%	-5.5%

Quelle: Rothschild & Co., Bloomberg

## Jeder kann populär sein

### Die neue deutsche Regierung...

«Ampel», «Jamaika» oder eine erneute rot-schwarze «Grosse Koalition»? Ersteres ist am wahrscheinlichsten (siehe unseren Beitrag vom 25. August). Ganz gleich, aus welchen Farben sich die neue Koalitionsregierung in Deutschland letztlich zusammensetzen wird, wir bezweifeln, dass sich für Anleger insgesamt viel verändern wird. «Business as usual» ohne Kanzlerin Merkel ist nur schwer vorstellbar, aber Deutschland wird auch ohne sie zur Tagesordnung übergehen.

Dennoch sollten Anleger einige Punkte bedenken. Die Wahlgewinne der SPD waren geringer als die der Grünen, die ihr bisher bestes Ergebnis erzielten und damit zur drittgrössten Partei aufstiegen: Sie sind eine bedeutende Kraft, zumal die grösseren Parteien zur Zusammenarbeit bereit sind (und umgekehrt).

Weniger sichtbar, aber mindestens ebenso wichtig ist: Das Wahlergebnis bestätigt, dass die nationalistische AfD an Schwung eingebüsst hat. Sie verlor zwei Prozentpunkte. Die AfD ist die fünftgrösste Partei, doch diese Tatsache könnte hinsichtlich ihrer Bedeutung irreführend sein, da die anderen Parteien nicht mit ihr zusammenarbeiten werden. Verliert der Populismus an Popularität, zumindest in Deutschland?

### ... und einige Gedanken zum Gesamtbild

Diese Hypothese wird nach herkömmlicher Meinung spätestens bei den Präsidentschaftswahlen in Frankreich im kommenden April/Mai auf die Probe gestellt werden. Die in Rassemblement National umbenannte nationalistische Partei von Marine Le Pen lieferte sich zuletzt ein Kopf-an-Kopf-Rennen mit La République en Marche! (LREM) von Präsident Emmanuel Macron. In den letzten Wochen büsste sie jedoch an Schwung ein, da ein anderer Populist die Stimmen der Rechten zu spalten droht.

Doch was genau ist eigentlich ein Populist? «Populismus» ist wohl eher eine Taktik als eine Ideologie und kann in vielen Zusammenhängen – nicht nur dem politischen – bei vielen verschiedenen Menschen Anklang finden.

Betrachten wir als Beispiele einige Geschichten aus der jüngsten Vergangenheit, die fast zu schräg erscheinen, um wahr zu sein. Ein TED Talk im Bereich der Verhaltensökonomie über die Ehrlichkeit der Konsumenten soll auf gefälschten Daten beruhen. Der IWF revidiert kurzerhand seine eigene, seit Langem vertretene Meinung zur Verschuldung und sagt, dass sie vielleicht doch nicht so wichtig ist. Dann lesen wir von angeblichen Manipulationen der Weltbank am internationalen Ranking zur Wirtschaftsfreundlichkeit. Der Zynismus, den solche Geschichten hervorrufen, hat nichts mit Nationalismus zu tun, trägt womöglich aber zu allgemeinen Ressentiments gegen das Establishment bei.

Präsident Macron ist kein Nationalist und gehört von seinem Hintergrund her kaum zur Anti-Establishment-Bewegung. Sein überwältigender Erfolg im Jahr 2017 war jedoch äusserst populistisch geprägt, jedenfalls wenn wir Populismus als Anziehungskraft für die normalen Wähler über die Reichweite der etablierten Parteien hinaus verstehen. LREM selbst ist ein Vehikel für Macron und seine Ansichten. Vielleicht war der Erfolg von Macron – und nun der Grünen in Deutschland – kein Beweis für die schwindende Unterstützung für Populisten, sondern ganz einfach eine andere Ausprägung davon.

Seit mehreren Jahren extrapolieren die Experten den Aufstieg populistischer Nationalisten – in Italien, Frankreich, Deutschland, den USA, in Grossbritannien mit dem Brexit und anderswo – in ein Gesamtbild, das (unter anderem) eine umfassende Ablehnungshaltung gegenüber der EU und der Globalisierung und eine aufkommende Bedrohung für die Demokratie beinhaltet. Wir betrachten solche Gesamtbilder in den besten Zeiten mit Misstrauen und dieses schien besonders wenig überzeugend.

Das bestimmende Merkmal des Populismus könnte daher anstatt von Chauvinismus und Autarkiestreben eher eine Ablehnung des Establishments sein. Ein weit verbreiteter Wunsch, «es denen mal so richtig zu zeigen», den Politikern, den Experten, den Besserwissern für ihre Selbstgefälligkeit einen auf die Nase zu geben, kann andere Folgen haben, als es das herkömmliche Gesamtbild andeutet. Es könnte sich um ein taktisches und nicht um ein strategisches Phänomen handeln, das – während es besteht – in einige unerwartete Richtungen weisen könnte.

Welches Establishment genau abgelehnt wird, kann unterschiedlich sein. In Deutschland richten sich die Ressentiments der Wähler momentan vielleicht nicht gegen eine flüchtlingsfreundliche Regierung, sondern gegen Klimawandelleugner. In Frankreich ist die LREM von Macron nun vielleicht nur eine weitere etablierte Partei, und die unbeständige französische Wählerschaft könnte in der Tat noch



einen neuen populistischen Herausforderer für Macron und Le Pen hervorbringen. Das wechselnde Aufgebot populistischer Parteien in Italien – einschliesslich einer, die zeitweise von einem echten Komiker geführt wurde – ist fast zu unbeständig, um ihre Entwicklung zu verfolgen.

In den USA hingegen wurde die neue Regierung rasch als das alte Establishment entlarvt, das erneut über politische Dysfunktionalität präsidiert: Und wieder einmal wird der politische Sumpf des Washingtoner Establishments nicht trockengelegt. US-Präsident Biden hat seine Infrastruktur- und Umverteilungspläne noch nicht erfolgreich durch den Kongress gebracht, und die Schuldenobergrenze und das Risiko eines Regierungsstillstands sind erneut chronische Probleme.

Ironischerweise wird Biden (unter anderem) wegen seiner harten Behandlung von Einwanderern, seiner provokativen Haltung gegenüber China und Afghanistan kritisiert. Ein Buch, in dem enthüllt wird, dass ein ranghoher General in den letzten Tagen der Trump-Regierung aktiv gegen diese gearbeitet hat, ging nach hinten los und schaffte fast das Unmögliche, nämlich die scheidende Regierung als die Partei hinzustellen, der Unrecht angetan wurde. Ein sehr bekannter Populist steht schon in den Startlöchern für einen zweiten Versuch im Jahr 2024.

### **Wer gehört zum Establishment?**

In Grossbritannien schlagen sich die hausgemachten Schwierigkeiten der Regierung noch nicht in einer deutlich stärkeren Unterstützung für die etablierte Oppositionspartei nieder. Irgendwie hat sich die Regierung – die konservativ ist! – im Zuge des Brexits zu einer Anti-Establishment-Partei gemausert. Die unglückliche Oppositionspartei (beide Teile davon) sieht wie das politische Establishment aus (wie vielleicht auch die britischen Umweltaktivisten, die entschieden unpopulär zu sein scheinen).

Die Bedeutung des Brexits könnte schwinden, falls/wenn – ungeachtet der aktuellen Peinlichkeiten – klar wird, dass er nicht das umwälzende Ereignis sein wird, das Project Fear vorhergesagt hatte. Die Ökonomen des Finanzministeriums, welche die beängstigenden Simulationen erstellten und zuvor die wirkliche wirtschaftliche Bedeutung der Freizügigkeit nach der EU-Erweiterung 2004 nicht erkannt hatten, stellen vielleicht eine ökonomische Hauptströmung dar, die allzu selbstsicher und nicht rechenschaftspflichtig erscheinen kann, wobei sie vorgibt, Expertise in einem Feld zu haben, das dieses nicht zulässt (wie die obigen Beispiele zeigen).

Als ein führender Verfechter des Brexits sagte: «die Menschen in diesem Land haben genug von Experten... die sagen, sie wüssten, was das Beste ist, und die dauernd falsch liegen», war offensichtlich, worauf er abzielte: Er wollte Misstrauen gegenüber diesen Fachleuten schaffen. Ökonomen wünschen sich vielleicht, mit Technikern wie Ärzten und Mechanikern verglichen zu werden, wie ihre empörten Antworten auf diesen Kommentar zeigten. Die Realität ist aber, dass unser Fachgebiet die Abgabe solch genauer Empfehlungen nicht zulässt. Die Brexit-Debatte war besonders frustrierend, weil wir nie erfahren konnten, wie die kontrafaktischen Szenarien aussahen. (Wir konnten keine ökonomischen Gründe erkennen, die für einen Austritt sprachen, bezweifelten aber, dass sich dadurch grundlegende Umwälzungen ergeben würden.)

Unterdessen fokussiert die konservative Regierung darauf, die benachteiligten Regionen zu fördern («Levelling up»), gegebenenfalls unter Einsatz höherer Steuern und einer grösseren Regierung, und dadurch die vermeintlich radikale Opposition fast in die wahlpolitische Bedeutungslosigkeit zu treiben. (Nicht alle diese Regionen wollen unbedingt von der Regierung in Westminster gefördert werden – aber sollte man die schottischen Nationalisten eher als Populisten betrachten oder sind sie zu einem lokalen Establishment geworden, gegen das man rebellieren muss?)

### **Was bedeutet das für die Anleger?**

Das Gesamtbild, das Populismus mit Nationalismus und einem nachhaltigen Rückzug von der Globalisierung gleichsetzte, war eine grobe Vereinfachung. Höchstens in den USA ist die anfängliche Karikatur noch intakt (was zugegebenermassen kaum beruhigend ist, aber wenigstens könnte sich der Rest der Welt weiterentwickeln).

Vielerorts hat sich der populistische Nationalismus von Anfang an nicht wirklich durchgesetzt. Auch die Schweiz ist nicht immun gegen insulare Abgrenzungstendenzen, und ihre traditionellen Volksabstimmungen bieten Populisten reichlich Gelegenheit, diese zum Ausdruck zu bringen. Zwar gibt es dort viele Abstimmungsmöglichkeiten, doch die Regierung ist klein und es fehlt eine Persönlichkeit, gegen die man rebellieren könnte (das ist keine Kritik).

In China ist das Gegenteil der Fall.

*Kevin Gardiner – 7. Oktober*

## Kosten und Konsequenzen

Wie haben sich die makroökonomischen Auswirkungen von COVID-19 seit unserer Diskussion im Juni 2020 entwickelt (in der wir andeuteten, dass das Inflationsrisiko eine wahrscheinliche Folge sein würde)?

Die Weltwirtschaft erreichte im Frühjahr wahrscheinlich wieder ihren Stand vor der Pandemie und ist seither weitergewachsen. Die wirtschaftlichen Kosten für die Eindämmung des Virus sind jedoch immer noch im Steigen begriffen.

### Kosten...

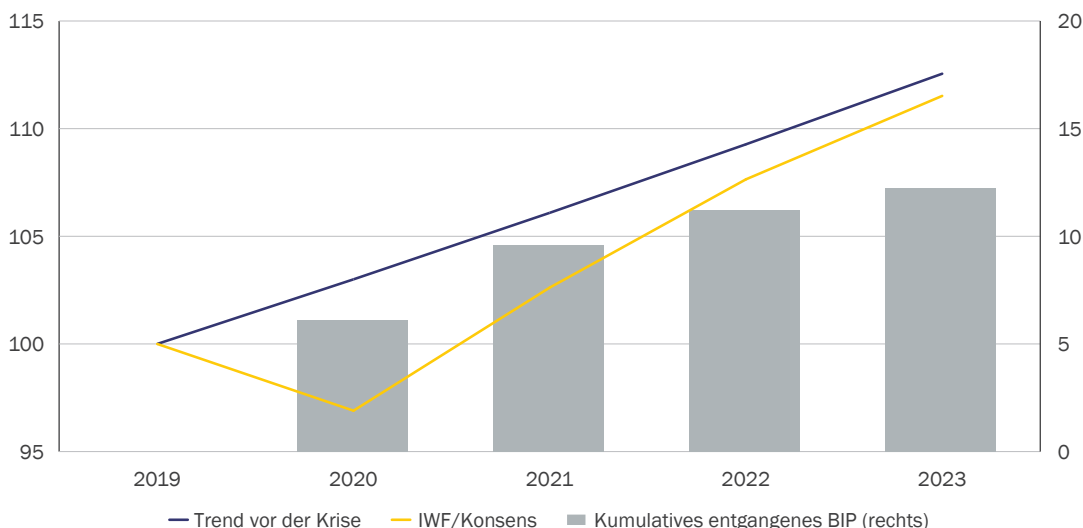
Das entgangene BIP ist nicht der kumulative Unterschied zwischen dem BIP vor der Pandemie und der tatsächlichen Entwicklung, sondern die kumulative Lücke zwischen dem, was sonst eingetreten wäre, und dem, was tatsächlich eingetreten ist. Ohne die Lockdowns hätte das BIP nicht stagniert, sondern wäre gewachsen.

Im Juni wiesen wir darauf hin, dass der Verlauf eines solchen kontrafaktischen Entwicklungspfads nicht ermittelt werden kann. Eine plausible Schätzung ist jedoch, dass die weltweite Produktion Ende 2021 vielleicht immer noch 3% tiefer sein könnte als in dem Fall, dass wir uns 2020 nicht kollektiv dazu entschlossen hätten, einen Grossteil der Wirtschaft lahmzulegen, um die Gesundheitskrise einzudämmen.

Die kumulative Differenz könnte sich Ende 2021 auf etwa 9% des jährlichen BIP oder 8 Billionen US-Dollar belaufen, und wird weiterwachsen, solange die Produktion unter ihrem früheren Trend bleibt. Ein Vergleich mit der Lage in einer ähnlichen Phase nach der globalen Finanzkrise von 2008 ist schwierig, da die Entwicklung der Weltwirtschaft vor 2008 nicht tragfähig war. Das erschwert es zusätzlich, einen plausiblen kontrafaktischen Trend zu ermitteln. Der Einbruch des vierteljährlichen globalen BIP von seinem Hoch bis zum Tiefpunkt war jedoch viel stärker: heute 9%, damals 2%.

### Abbildung 1: Globales BIP

Tatsächlicher, früherer Trend und entgangenes BIP (Index und Indexpunkte)



Quelle: Rothschild & Co., IWF

Die Lücke zwischen dem tatsächlichen BIP und einer Extrapolation des früheren Trendwachstums könnte sich weiter verengen (Abbildung 1, auf der Basis jährlicher Daten). Sie könnte sich sogar vollständig schliessen und in den positiven Bereich wenden – dann würden die kumulativen Kosten sinken, da ein Teil der verlorenen Produktion effektiv wieder aufgeholt wird.

Solch ein «Aufholsszenario» ist nicht unbedingt das wahrscheinlichste, aber es ist durchaus möglich, wie wir schon oft bemerkt haben. Die Politik ist nach wie vor unterstützend, das Produktivitätswachstum hält an und die Kapazitäten wurden weniger geschädigt als befürchtet (ungeachtet der derzeitigen Engpässe).

Solange wir nicht wissen, ob die Lücke offenbleibt, sich schliesst oder sich umkehrt, können wir keine endgültige BIP-Berechnung durchführen.

### **... und Konsequenzen**

Wie steht es mit den anderen offensichtlichen makroökonomischen Folgen der COVID-19-Eindämmung? Zu nennen sind: (1) die höhere Staatsverschuldung und die damit verbundenen höheren Steuern und (2) das grössere Inflationsrisiko (das über die «vorübergehende» Komponente des jüngsten Anstiegs hinausgeht).

Diese Faktoren sind wichtig. Weder die Verschuldung noch die (moderate) Inflation stellen jedoch Nettokosten dar, wie es bei Produktionsausfällen der Fall ist.

Schulden wirken sich nicht auf das potenzielle Wachstum aus, auch wenn einige sehr kluge Ökonomen versuchen, das Gegenteil zu beweisen. Die Welt kann weder insolvent sein noch Geld bei noch ungeborenen Generationen aufnehmen. Schulden können zu Liquiditätsengpässen führen und das Wirtschaftspotenzial von einer Gruppe zur anderen umverteilen, aber das sind andere Probleme.

Es gibt keine Anzeichen dafür, dass die zusätzlichen Staatsschulden, die zur Unterstützung von ärmeren Familien und Unternehmen während des Lockdowns aufgenommen wurden, «untragbar» sind. Wir haben keinen Rubikon überschritten, und die Anleihenmärkte haben diese zusätzliche Verschuldung gerne finanziert, wenn sie darum gebeten wurden: Weder in der Vergangenheit noch in jüngster Zeit bestand jemals ein Zusammenhang zwischen der Staatsschuldenquote und den Anleihenrenditen.

Die zusätzliche Staatsverschuldung könnte zugegebenermassen alle möglichen Auswirkungen zweiter Ordnung haben, und eine wirklich entschlossene Regierung könnte Anreize und Märkte sicherlich ernsthaft schädigen, wenn sie aggressiv genug Kredite aufnimmt.

Doch die zusätzlichen Staatsschulden selbst sind keine wirtschaftlichen Nettokosten. Durch sie wurde die Kaufkraft von den Anleihenkäufern auf Familien und Unternehmen verlagert. Zu gegebener Zeit werden die Steuerzahler Mittel an diese Anleiheninhaber zurückzahlen. Das Wachstumsprofil wird dadurch geglättet, aber letztlich wird die Wirtschaft ungefähr dort stehen, wo sie auch ohne Ausgabe der Schulden gestanden hätte. Auch die zusätzlichen Steuern, die jetzt erhoben werden, stellen keine langfristigen Kosten für die Wirtschaft insgesamt dar, sondern kehren lediglich die frühere Umverteilung um.

Wie sich herausgestellt hat, sind frühere offizielle Konjunkturprognosen zum Wirtschaftswachstum und zur Staatsverschuldung wie zu erwarten zu pessimistisch, und (wie wir in einem früheren Beitrag bemerkt haben) die Verschuldungsquoten dürften ihren Höchststand früher erreichen und die Steuern weniger steigen als befürchtet.

Hält die Umverteilung der Kaufkraft zu lange an, könnte man sagen, dass die Schulden zum Inflationsdruck beitragen, auf den wir uns seit Langem eingestellt haben (obwohl sich durch die derzeitigen Engpässe der zugrunde liegende Kapazitätsmangel wahrscheinlich übertrieben darstellt, und die Federal Reserve wahrscheinlich Recht hat, wenn sie davon ausgeht, dass ein Teil des heutigen Inflationsschubs vorübergehend sein könnte).

Aber auch die Geldpolitik spielt hier eine Rolle, ebenso wie die Gefahr für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik, die von der Ernsthaftigkeit ausgeht, mit der die Idee der «Modernen Geldtheorie» begrüsst wird, das heisst von der Idee, dass Regierungen ebenso gut einfach Geld drucken könnten, anstatt es zu leihen. Diesem Ziel kommen die qualitativen Lockerungsprogramme – der Ankauf von Anleihen durch Zentralbanken – sehr nahe.

Die Inflation selbst ist zwar eine ernste Angelegenheit für Anleger (siehe Bericht «Inflation: eine Revision» vom Januar). Sie muss jedoch nicht unbedingt Nettokosten für die Wirtschaft darstellen, wie dies bei Produktionsausfällen der Fall ist. Solange die Inflation moderat bleibt (bei beispielsweise 2% bis 4% auf Basis des Trend-KPI, im Gegensatz zu den Trends unter 2%, die die Ökonomen als selbstverständlich anzusehen begannen), muss sie keine nennenswerten störenden makroökonomischen Auswirkungen haben.

Wie Schulden und Steuern verteilt auch eine moderate Inflation die Kaufkraft um, in diesem Fall von den Sparern zu den Kreditnehmern. Würden die Realzinsen wieder in den positiven Bereich steigen, könnte sogar dieser Effekt neutralisiert werden. Derzeit ist aber nicht davon auszugehen, dass eine grosse Zentralbank bereit wäre, eine solche restriktive Haltung zu unterstützen.

Gibt es auch positive makroökonomische Auswirkungen? Tiefere Zinsen und ein bemerkenswerter Produktivitätsanstieg haben die Anleihen- und Aktienmärkte beflügelt. Wir bezweifeln, dass sich diese Effekte vollständig umkehren werden, selbst wenn die Nominalzinsen wieder steigen.

Das sind natürlich gute Nachrichten für Anleger, stellt aber an sich keinen Zuwachs an Gesamtwohl dar: Die potenzielle Produktion ist nicht grösser (auch bei dieser Behauptung lassen wir alle möglichen Sekundäreffekte ausser Acht).

Die Beschleunigung des Übergangs zu einer schlankeren (digitalen) Wirtschaft und zu flexibleren Arbeitsregelungen kann vielleicht als positiver Nebeneffekt angesehen werden, aber diese Folgen sind qualitativer und subjektiver Natur.

### **Gab es eine Alternative?**

Unterm Strich bleibt also makroökonomisch gesehen das entgangene BIP, und diese Differenz macht die wirtschaftlichen Nettokosten von COVID-19 aus. Wie bereits bemerkt, ist es noch zu früh, um endgültige Berechnungen anzustellen. Doch selbst wenn das Aufholsszenario ausbleibt und das entgangene BIP (oder die Produktionslücke) gross bleibt oder weiterwächst, sollten wir uns davor hüten, das Total zu wörtlich zu nehmen. Der Begriff «Kosten» kann den Anschein erwecken, dass eine Wahl möglich ist, aber vielleicht gab es kaum eine Alternative.

Eine Pandemie war – ist – immer möglich. Wir wissen nicht, ob dieses Virus hätte verhindert werden können. Manchmal hat man nur die Wahl zwischen Pest und Cholera. Hätten wir die Wirtschaft nicht stillgelegt, wären viel mehr Menschen gestorben, vielleicht ein Vielfaches der Zahl, die wir bisher verloren haben.

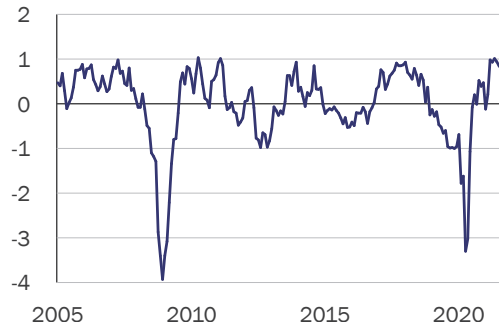
Die Aussage, dass wir Menschenleben keinen wirtschaftlichen Wert beimessen können, ist falsch: Wir haben festgestellt, dass die Versicherungsmärkte und die Politiker (beispielsweise über die Gesundheitsbudgets) genau dies tun. Eine umfassendere Analyse könnte also versuchen, neben dem entgangenen BIP auch die impliziten wirtschaftlichen Kosten der verlorenen und geretteten Leben zu berücksichtigen, wobei man sich auf in anderen Bereichen verwendete Schätzungen stützt. Leider handelt es sich hier im Gegensatz zu den herkömmlichen Berechnungen mit «qualitätsbereinigten Lebensjahren» nicht um anonyme Statistiken, sondern die Kosten werden in Menschenleben berechnet.

*Kevin Gardiner – 26. Oktober*

# Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

## Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

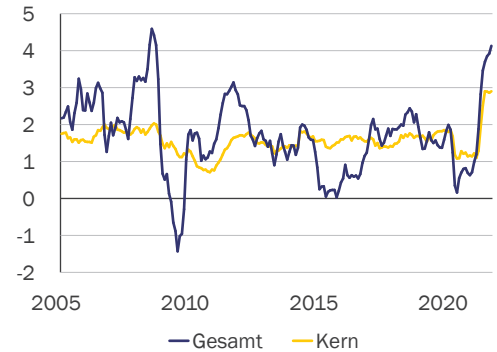
### Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



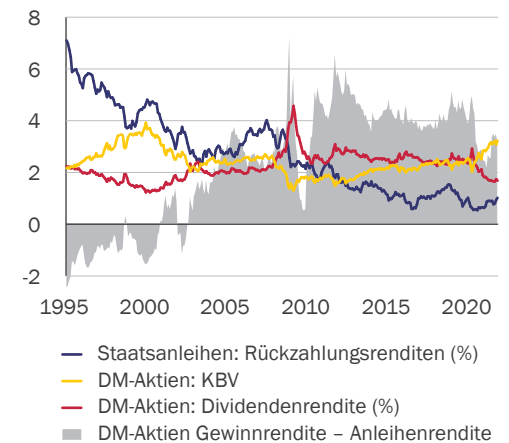
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	1.5	-4.2	19.1
10-J.-US-Gilt	1.0	-4.5	5.9
10-J.-Bundesanleihen	-0.2	-3.2	4.0
10-J-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.1	-2.6	0.8
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.1	-0.2	0.9
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.2	-0.8	14.5
Globale Anl.: Hochzins (USD)	4.8	8.4	20.6
EM (USD)	4.3	2.4	19.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	1.8	32.0	63.3
DM	1.7	34.7	65.5
EM	2.3	15.1	48.3
US	1.3	35.8	81.5
Eurozone	2.2	38.4	41.9
GB	4.1	32.1	14.7
Schweiz	2.5	24.1	48.2
Japan	2.0	28.7	37.8

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Wechselkurse

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

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	107.1	-1.3	-1.8
Euro (EUR)	128.2	-2.6	1.7
Yen (JPY)	86.7	-9.6	-5.3
Pfund (GBP)	83.0	6.7	7.1
Schweizer Franken (CHF)	168.0	-0.9	7.4
Chin. Yuan (CNY)	142.0	6.9	9.2

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	238.9	58.6	22.2
Brent Rohöl (\$/b)	84.6	105.3	9.0
Gold (\$/oz.)	1,796.8	-5.8	45.7
Industriemetalle (1991 = 100)	353.7	36.8	45.1
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	17.0	-49.1	-29.7
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	70.1	21.0	11.7

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per  
28. Oktober 2021.

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  
Kanarinseln  
+44 1481 705194

### London

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

### Madrid

Paseo de la Castellana 40 Bis  
28046 Madrid  
Spanien  
+34 91 171 3661

### 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 Informations- und Marketingzwecken 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.