

Marktausblick



Der kuriose Fall der sinkenden Anleiherenditen

Ausgabe 115 | August 2021

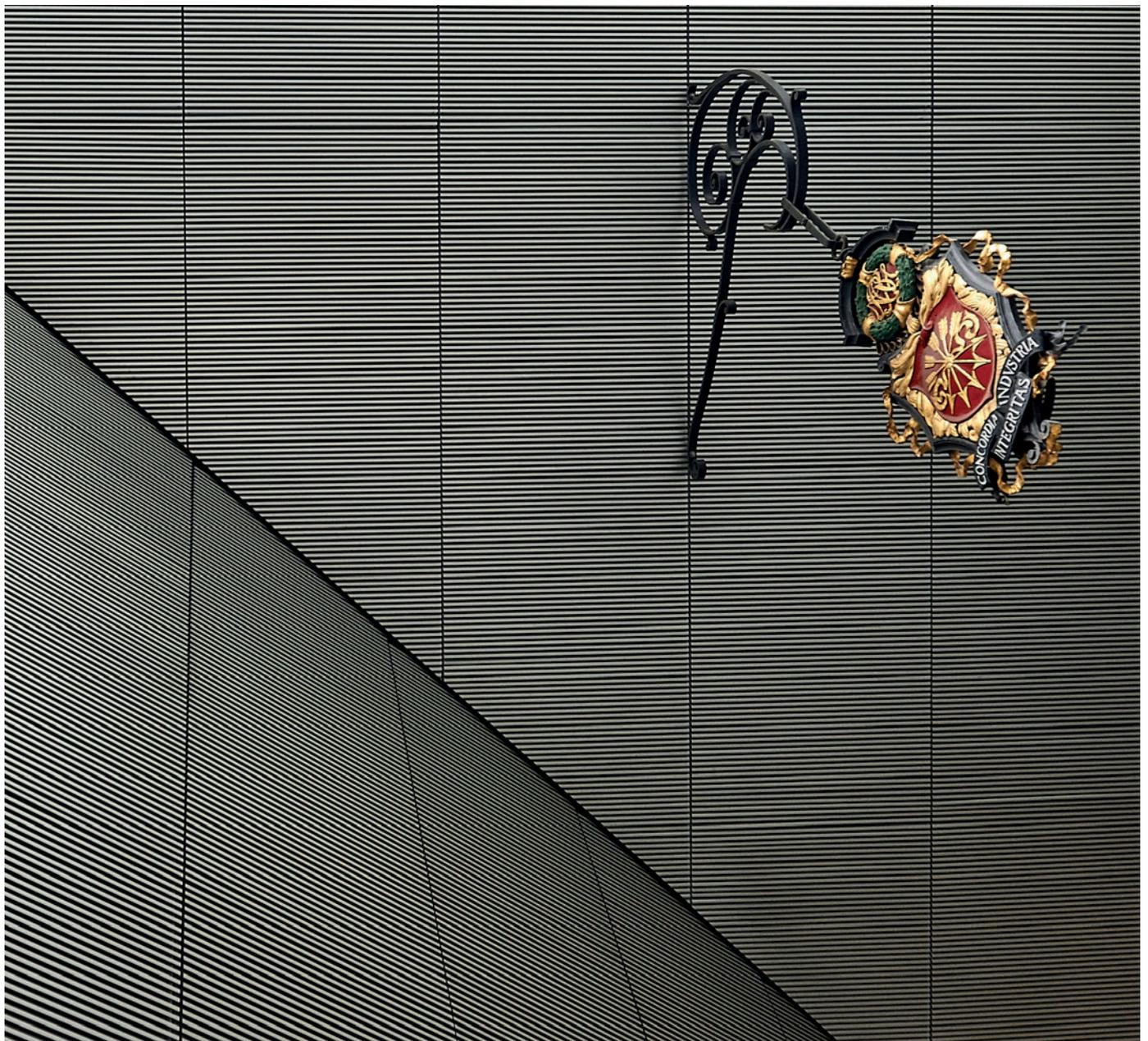
03 Wendepunkte bei den Raten
Marktreaktionen

04 Klimafragen
Was sind die wichtigsten Themen?

08 Kohlenstoffpreise
Internalisierung der externen Effekte

10 Hauspreise in Flammen?
Eindämmung des systemischen Risikos

11 EZB hebt Inflationsziel an
Ein weiterer kleiner Vorbote



Der kuriose Fall der sinkenden Anleiherenditen

Scotland-Yard-Detektiv: „Der Hund hat in der Nacht nichts getan“

Sherlock Holmes: „Das war der kuriose Fall“

Die US-Inflation übertraf im April, Mai und nun auch im Juni die Erwartungen deutlich, und die auf das Jahr hochgerechnete Kernrate erreichte den höchsten Stand seit 1981. Trotz der schreckerregenden Inflationszahlen der letzten Jahre sind die Kurse von US-Staatsanleihen (Anleihen) jedoch gestiegen. Außerdem ist der Goldpreis gesunken und der Bitcoin ist (wieder einmal) kurzzeitig eingebrochen. Stell dir vor, wie man sagt.

Vielleicht hat der Inflationswächter geschwiegen, weil er, wie in der Geschichte von Sherlock Holmes, den Täter kennt. Der unmittelbare Inflationsschub scheint weitgehend „vorübergehend“ zu sein, verursacht durch Angebotsengpässe, weil die US-Wirtschaft ungleichmäßig wieder anspringt, und langlaufende Staatsanleihen sollten nicht auf kurzfristige Bedenken reagieren.

Vielleicht war auch das große Wachstums- und Inflationsrisiko nach dem früheren Ausverkauf der Anleihen (und der Rallye des Goldes) bereits eingepreist. In jüngster Zeit könnten die Anleihehalter das wiederauflebende COVID-bedingte Deflationsrisiko und/oder die Tatsache verdauen, dass das US-Wachstum seinen zyklischen Höhepunkt überschritten hat. Und vielen Anleihehaltern (wie z. B. Zentralbanken und haftungsorientierten Anlegern) ist es heutzutage schlichtweg egal, weil sie Anleihen aus nichtwirtschaftlichen Gründen gekauft haben.

Wir glauben jedoch, dass das längerfristige Inflationsrisiko steigt – und wenn diese kurzfristigen Überraschungen anhalten, könnte „vorübergehend“ allmählich zu einem „Trend“ werden. Wenn die Maßnahmen zur Viruseindämmung wieder verschärft werden, wird sich die Anpassung fortsetzen, und obwohl sich das Wachstum ohnehin verlangsamen muss (man kann nur einmal wieder öffnen), könnte es noch eine Weile über dem Trend liegen und freie Kapazitäten aufbrauchen.

Wir raten also davon ab, zu sehr auf den wiedergewonnenen Glauben der Geldmärkte an disinflationäre Bedingungen zu vertrauen. Auch wenn Aktien nicht gegen ein erneutes Zinsrisiko gefeit sind, sehen wir den ähnlich ruhigen weiteren Anstieg der prognostizierten Unternehmensgewinne als wichtigeren Hinweis als die Rallye der Anleihen.

Kevin Gardiner und 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: August 2021.
Stand der Daten. 23. Juli 2021.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Marktreaktionen, wenn die Zinssätze steigen

Auf der Juni-Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank (Federal Open Market Committee, FOMC) zeigte sich, dass der Median der Mitglieder des Ausschusses einen Zinsanstieg für 2023 erwartet, während er zuvor für 2024 prognostiziert war.

Seitdem sind die Märkte skeptischer geworden, aber wir glauben immer noch, dass die Zinsen früher steigen werden, als derzeit eingepreist ist. Wie könnten die großen Anlageklassen auf eine Zinserhöhung in den USA reagieren? Wir betrachten hier vier verschiedene Episoden seit 1993.

In allen vier Episoden haben Aktien – gemessen an der Gesamrendite des S&P 500-Index – in Zeiten von Zinserhöhungen besser abgeschnitten als andere Anlageklassen – sie sind in der Grafik als rosafarbenen Bereiche dargestellt. In drei der vier Fälle haben sie auch im Jahr nach der letzten Zinserhöhung besser abgeschnitten als andere Anlageklassen, wie die grauen Abschnitte der Grafik zeigen. Die einzige Ausnahme war die Episode von 1999/2000, die mit der Dot-Com-Blase zusammenhing, als die erwarteten Gewinne und überbewerteten Aktien zusammenbrachen.

Hochverzinsliche Kredite folgten einem ähnlichen Muster wie Aktien und entwickelten sich in Zeiten starken Wachstums und steigender Zinsen eher wie Aktien als Anleihen – abgesehen von der Episode im Jahr 1994, in der Kredite eine zentralere Rolle spielten (ebenso wie Aktien im Jahr 2000), einschließlich der „Orange County“-Affäre. Es überrascht vielleicht nicht, dass Investment-Grade-Kredite und US-Treasuries im Allgemeinen zurückgeblieben sind: Da sie näher an reinen Zinsanlagen sind, nimmt ihre relative Attraktivität in Zeiten steigender Zinsen ab, aber in Zeiten, in denen die Zinsen konstant geblieben oder sogar gesunken sind, haben sie besser abgeschnitten.

Aus einer Top-Down-Perspektive betrachtet, nähern wir uns einem Wendepunkt bei den Zinssätzen und sind so positioniert, wie es die Geschichte nahelegt. In der anfänglichen wachstumsgetriebenen Phase des Zinszyklus sollten sich die Vermögenswerte der Unternehmen besser entwickeln (sofern die Bewertungen dies zulassen), da der Cashflow und die Kreditwürdigkeit der Unternehmen an dem Aufschwung teilhaben, der die Zinsen in die Höhe treibt. Allerdings scheinen die Renditespannen bei Hochzinsanleihen enger zu sein als die Renditedifferenz bei Aktien, und wir vermuten, dass jetzt mehr Spielraum für Aktien besteht, um eine deutlichere Führung zu erlangen.

Wir sollten uns natürlich davor hüten, pauschale Aussagen zu machen: Es spielen immer auch viele andere Faktoren eine Rolle – zum Beispiel die Art und Zusammensetzung des Wachstums und die geopolitische Landschaft.

Eine Perspektive:

1993

Die US-Wirtschaft war dabei, eine tiefe und langwierige Rezession und die Spar- und Darlehenskrise der 1980er Jahre hinter sich zu lassen. Im Jahr 1993 begann das Wirtschaftswachstum zu steigen, und der Aktienmarkt entwickelte sich gut. Trotz niedriger Inflation und hoher Arbeitslosigkeit (im Vergleich zum Vorkrisenniveau) überraschte die Fed den Markt mit einer Zinserhöhung um 0,25%. „Tequila-Krise“ und „Orange County“ sind hier die wichtigsten Suchbegriffe.

1999

Nach einer Phase hohen Wachstums, „irrationaler Erwartungen“ und ihrer eigenen früheren Großzügigkeit erhöhte die Fed die Zinsen zwischen 1999 und 2000 sechsmal, um die Wirtschaft abzukühlen, obwohl die tatsächliche Inflation gering war. „LTCM“ und „Y2K“ sind die wichtigsten Suchbegriffe.

Die von der NASDAQ angeführte Börsenblase platzte im März 2000, gefolgt von einer längeren Periode gedrückter Erträge.

2004

Dies war die erste Zinserhöhung seit vier Jahren und markierte das Ende einer Periode extrem niedriger Zinssätze (für damalige Verhältnisse).

Die Aktienrallye im Jahr 2003 fand vor dem Hintergrund eines drohenden Krieges zwischen den USA und dem Irak statt. Die Performance wurde weitgehend von einer Mischung aus sich erholenden Technologiewerten (die in diesem Jahr um fast 50% stiegen), zyklischen Konsumgütern und Rohstoffen getragen.

Die nächste Zinssenkung war ein überraschender Schritt der Fed als Reaktion auf die Probleme an den Kreditmärkten im Jahr 2007.

2015

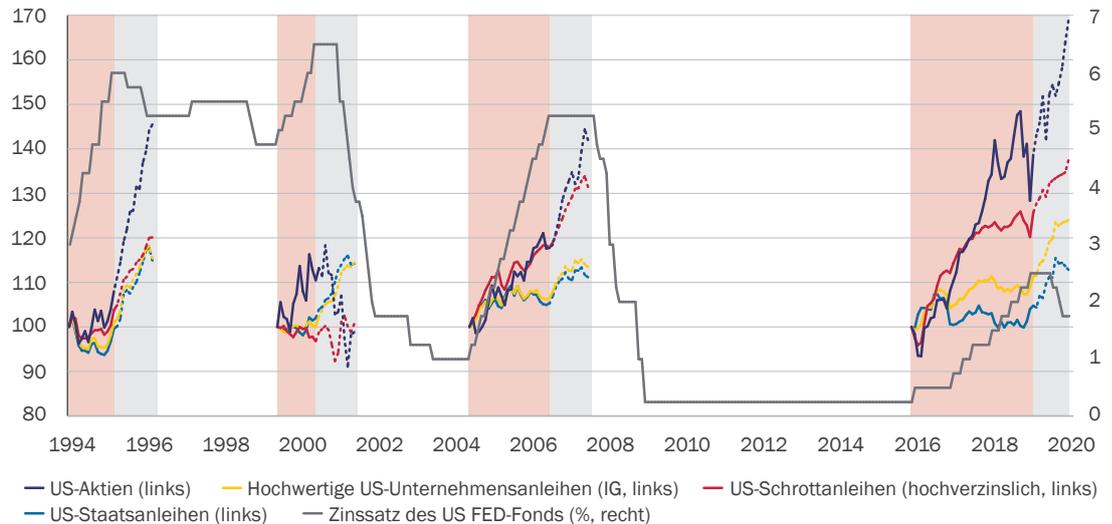
Nach der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 senkte die Fed die Zinssätze auf nahezu Null, um die Kreditvergabe zu fördern und das Wachstum der Wirtschaft anzukurbeln.

Sie begann 2015 mit der Anhebung der Zinssätze, um nach einer Wiederbelebung von Wachstum und Beschäftigung von ihrem Konjunkturprogramm für die Zeit nach der Krise abzurücken, was sie gut beworben hatte.

Charlie Hines – 1. Juli

Anlageklassenübergreifende Renditen seit Beginn eines jeden Zinszyklus

Kumulierte Gesamterträge in USD umgerechnet (100 = Beginn des Zinszyklus)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co.

Anmerkung: US-Aktien = S&P Total Return; US-Schrottanleihen = Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Bond Index; Hochwertige US-Unternehmensanleihen = Bloomberg Barclays US Credit Index; US-Staatsanleihen = Bloomberg Barclays US Govt 7-10 Yr Bond Index.



12 Minuten
Lesezeit

Klimafragen

Wie viel Angst sollten wir haben?

2019 änderte eine britische Tageszeitung ihre Stilrichtlinien und forderte ihre Redakteure auf, nicht mehr von „globaler Erwärmung“ und „Klimawandel“ zu sprechen, sondern von „globaler Erderhitzung“ und „Klimanotstand“.

Wie sollten wir den anhaltenden, vom Menschen verursachten Anstieg der globalen Temperatur betrachten? Ist sie transformativ oder apokalyptisch? Im ersten Fall kann die Investitionstätigkeit, wie wir sie kennen, mit Änderungen und Anpassungen fortgesetzt werden. Wenn Letzteres der Fall ist, müssen wir mit einem Abzinsungssatz rechnen, wobei keine Rendite voraussichtlich erreicht werden kann.

Prominente Aktivisten glauben fest an Letzteres und haben dazu beigetragen, die öffentliche Meinung zu beeinflussen. Die öffentliche Meinung wiederum hat die Art und Weise verändert, wie Vermögensverwalter ihre Arbeit machen. Viele von uns teilen diese Bedenken ohnehin.

Die meisten Menschen würden zustimmen, dass der Schutz der Umwelt – und der zukünftigen ungeborenen Generationen – eine gute Sache ist. Für einen Ökonomen ist die Zerstörung der Umwelt eine moderne „Tragödie der Gemeinschaftsgüter“. Die Kosten für die Gesellschaft wurden bei der Entscheidungsfindung nicht berücksichtigt, da sie mit dem herkömmlichen Preisbildungsmechanismus nicht ohne weiteres erfasst werden können.

Kohlenstoffemissionen sind klassische „externe Effekte“, und eine saubere und gemäßigte Umwelt ist ein „öffentliches Gut“ – zwei Bereiche, in denen Märkte versagen. Die Internalisierung externer Effekte und die Bereitstellung öffentlicher Güter werden am besten von den Regierungen vorgenommen – ein Punkt, dem die meisten Wirtschaftsliberalen, nicht nur die Interventionisten, zustimmen würden.

Die öffentliche Meinung kann jedoch manchmal eine Eigendynamik entwickeln. Und wenn es darum geht, unsere kollektive Zukunft einzuschätzen, kann sich die gängige Meinung irren. Man denke nur an die Vorhersage von Thomas Malthus aus dem Jahr 1798 über die Nahrungsmittelversorgung, an Paul Erlichs Diagnose einer „Bevölkerungsbombe“ aus dem Jahr 1968 oder an die vielen Bücher und Aufsätze, die im letzten Vierteljahrhundert der „demografischen Zeitbombe“ gewidmet wurden.

Vielleicht waren extreme Worte und Aktionen aus taktischen Gründen notwendig, um Schlagzeilen zu machen und etwas zu erreichen. Viele Aktivisten glauben jedoch aufrichtig an das Ende der Tage, und ihre Rhetorik wird oft nicht widerlegt. Wenn ihre Analysen fehlerhaft sind, könnten sie dann eine Gegenreaktion auslösen, die den Fortschritt beim Klimaschutz zum Stillstand bringen könnte?

Politik für nur ein Thema ist nicht attraktiv, selbst wenn es sich um eine gute Sache handelt. Sie vermeidet die unangenehmen, aber realen Kompromisse, mit denen Demokratien umgehen müssen. Sie kann autoritär und regressiv sein (z. B. wenn Demonstrationen unverhältnismäßig stark ärmere Pendler betreffen).

In der Zwischenzeit lesen wir von Kindern, die Angst haben, und von potenziellen Eltern, die beschließen, keine Kinder in eine Welt zu setzen, die sie für dem Untergang geweiht halten.

Die Politiker haben es verstanden

Die Wissenschaftler sind sich einig, dass der Klimawandel signifikant ist und von uns verursacht wird, und die öffentliche und politische Akzeptanz der Notwendigkeit, etwas dagegen zu tun, steigt. Der jüngste G7-Gipfel hat bestätigt, dass die gewählten Politiker es zunehmend „begreifen“. Auf der COP26 („Conference of the Parties“, der nächsten Klimakonferenz der Vereinten Nationen) im November in Glasgow wird man erneut versuchen, das globale Handeln zu koordinieren sowie kleinere und weniger wohlhabende Länder mit einzubeziehen.

Die wichtigsten Ziele – null Netto-Kohlenstoffemissionen bis 2050 und eine Begrenzung des voraussichtlichen langfristigen Temperaturanstiegs auf 1,5 Grad Celsius – wurden 2015 in Paris vereinbart (die USA kündigten daraufhin 2017 an, aus dem Abkommen auszusteigen; dies wurde erst Ende 2020 wirksam, und die USA traten unter Präsident Biden sofort wieder bei). Die Aufgabe der COP26 ist es, über die Umsetzung zu entscheiden, und wir erwarten, dass konkrete Initiativen zu Themen wie beispielsweise Kohle, Abholzung, Elektrofahrzeuge, erneuerbare Energien und die Bereitstellung von Finanzmitteln vorgeschlagen werden.

Das genaue Datum und die Obergrenze haben keine eigentliche wissenschaftliche Bedeutung, außer dass es umso besser ist, je früher wir handeln und je geringer der Anstieg ist, den wir erreichen (und es handelt sich wahrscheinlich nicht um einen linearen Prozess: Jedes zusätzliche Grad der Erwärmung/Erhitzung wird wahrscheinlich mehr Schaden anrichten als das vorhergehende). Die Zahlen 2050 und 1,5 selbst sind politisch vereinbarte, quantifizierbare Ziele, aber keine wissenschaftlichen Schwellenwerte. Es besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass die Ziele ambitioniert sind und dass die Temperaturen wahrscheinlich weiter steigen werden.

Mehr Fragen als Antworten

Aber ist die Herausforderung, vor der wir stehen, überschaubar und schrittweise zu bewältigen, oder ist das alles zu wenig und zu spät? Um auf die eingangs gestellte Frage zurückzukommen: Handelt es sich um eine transformative oder um eine apokalyptische Bedrohung?

Ich vermute, dass es ersteres ist (und hoffe es natürlich auch). Ich bin kein Wissenschaftler, aber viele der Probleme, mit denen wir konfrontiert sind, sind nicht rein wissenschaftlicher Natur: Es geht um Entscheidungen und Kompromisse. Meine Lektüre legt nahe, dass es sich nicht um ein existenzielles Problem handelt, dass die politischen Entscheidungsträger sinnvolle Fortschritte erzielen können und dass sich einige der vorgeschlagenen Lösungen als kontraproduktiv und ungerecht erweisen könnten (insbesondere gegenüber Entwicklungsländern). Vielleicht sind wir in unserem derzeitigen Pessimismus zu zuversichtlich und unterschätzen unsere Anpassungs- und Innovationsfähigkeit (eine weitere Variante der Malthusianischen Falle).

Dies ist eine persönliche Einschätzung, und viele Leser werden anderer Meinung sein. Aber wenn sich keiner von uns der richtigen Antworten sicher sein kann, können wir uns vielleicht auf die relevanten Fragen einigen. Hier sind einige von meinen.

Erstens, und das ist das Wichtigste, was sind die geophysikalischen Auswirkungen des globalen Temperaturanstiegs? Kann der Mensch in einer wärmeren (oder heißeren) Welt funktionieren? Wie dringend und umkehrbar ist die Bedrohung – gibt es einen Wendepunkt, an dem der Wandel nicht mehr schrittweise erfolgt, sondern dramatischer wird?

Wird die Zahl der Menschen, die unter der Hitze leiden, größer sein als die Zahl derer, die von der Kälte verschont bleiben? Wie viele Gemeinschaften werden vom Anstieg des Meeresspiegels betroffen sein, und wie stark? Könnten einige von ihnen geschützt werden, so wie ein Viertel der Niederlande, oder könnten sie unter Rücksichtnahme auf ihre Bedürfnisse umgesiedelt werden?

Wie groß wird die Knappheit an (trinkbarem) Wasser sein? Werden sich die Wasserbewirtschaftungs- und Entsalzungstechnologien weiter verbessern?

Ist der Temperaturanstieg eine größere Bedrohung für die Tier- und Pflanzenwelt als (sagen wir) das derzeitige Verhalten des Menschen, z. B. die Überfischung?

Können Klimaschutzbelange manchmal im Widerspruch zu bewährten Umweltpraktiken stehen? Könnte zum Beispiel die Müllverbrennung vor Ort weniger Energie verbrauchen als der Transport von Abfällen um die Welt? Könnte es sein, dass einige Kunststoffe weniger Energie verbrauchen als das Recycling von natürlicheren Verpackungen?

Ist der Temperaturanstieg eine größere Bedrohung für ärmere Länder als eine mangelnde wirtschaftliche Entwicklung? Wenn wir (kohlenstoffbasierte) Energie teurer machen, werden die Kosten in Form von entgangenem Wirtschaftswachstum für weniger entwickelte Länder besonders schwerwiegend sein. Die am wenigsten wohlhabenden Gemeinden sind oft von den schädlichsten Energiequellen abhängig, wie der Kohleverstromung und der Holzverbrennung in Haushalten. Es wäre ungerecht, wenn die reichen Länder die Entwicklungsleiter „hochziehen“ würden, nachdem sie diese erfolgreich erklommen haben, und das ist die Ursache für viele der politischen Schwierigkeiten bei der Aushandlung von Korrekturmaßnahmen. Es wird wahrscheinlich eine Art Lastenverteilung erforderlich sein.

Ist die konventionelle Kernenergie (Kernspaltung) umweltschädlich, oder ist sie grüner als wir denken? Wird die Kernfusion zu einer brauchbaren Quelle – würde sie das Gesamtbild verändern?

Wenn die größten messbaren wirtschaftlichen Kosten des Klimawandels das langsamere BIP-Wachstum sind, das durch teurere Energie verursacht wird, wird dann ein Teil dieser Kosten durch Innovationen in der Energieversorgung und den Aufbau einer alternativen Energieinfrastruktur gedeckt werden können?

Berücksichtigen die Schätzungen der Auswirkungen des Klimawandels auf die landwirtschaftlichen Erträge den positiven Effekt, den das atmosphärische Kohlendioxid auf die Düngung hat? Kann die Landwirtschaft von den heutigen gemäßigten Regionen in solche Regionen von morgen verlagert werden? Ist der Klimaeffekt größer oder kleiner als der kontinuierliche Anstieg der landwirtschaftlichen Produktivität?

Nach den Ereignissen der letzten Jahre mag es seltsam erscheinen, diese Fragen zu stellen, aber die Daten sind vielleicht ausgewogener als viele von uns befürchten. Aber treten Katastrophen wie Dürren, Waldbrände und Wirbelstürme immer häufiger auf, und sind sie eher auf das Klima zurückzuführen als auf unseren Umgang mit unserer Umwelt? Wenn sie mehr Schaden anrichten, tun sie das, weil mehr von uns (mit unseren teureren Häusern) unverhältnismäßig leben?

Wenn die Zahl der Menschen auf der Erde Anlass zur Sorge gibt, könnte uns die Tatsache beruhigen, dass die Geburtenrate trotz besserer Gesundheitsversorgung sinkt. Die Geburtenraten sinken (noch) nicht aus dem oben genannten Grund, sondern weil eine produktivere Bevölkerung weniger Kinder braucht, um sie im Alter zu unterstützen. Der Wirtschaftswissenschaftler Julian Simon betrachtete eine wachsende Bevölkerung – die er als bequem erschwinglich ansah – als eine gute Sache: Mehr Menschen bedeuten wahrscheinlich mehr Glück.

Die Nettokosten des Klimawandels lassen sich in eine weniger beängstigende Perspektive rücken. Einem Bericht zufolge, der sich auf eine Untersuchung des UN-Klimarats stützt, könnte ein deutlich stärkerer Temperaturanstieg bis zum Ende des Jahrhunderts als der im Pariser Abkommen angestrebte zu weiteren wirtschaftlichen Kosten von etwa 3% des globalen BIP im Vergleich zu einer Welt ohne Erwärmung führen. Im gleichen Zeitraum könnte sich das BIP bei anhaltendem Wachstum aber durchaus verdoppeln, so dass die am stärksten Betroffenen leichter entschädigt werden könnten.

Welchen Abzinsungssatz sollten wir verwenden, um diese Art von zukünftigen Kosten in Gegenwartswerte umzurechnen? Im Stern-Bericht des Vereinigten Königreichs aus dem Jahr 2006 wurde ein realer Zinssatz von Null angesetzt: Das war damals umstritten, aber wenn wir die heutigen negativen Marktzinsen zugrunde legen würden, wäre der Gegenwartswert der entgangenen Produktion noch viel höher. Umgekehrt kann man argumentieren, dass eine unsichere Zukunft, in der die Pro-Kopf-Leistung wahrscheinlich steigen wird, einen deutlich positiven Diskontsatz rechtfertigt.

Können wir als Einzelne viel bewirken – oder ist, wenn wir beschließen, dass der Hebel weiter umgelegt werden muss, ein zusätzliches staatliches Handeln in großem Maßstab erforderlich? Wie ein britischer Berater für Klimawissenschaften sagte: „Wenn jeder ein bisschen tut, erreichen wir nur ein bisschen.“ Unsere persönlichen Kosten-Nutzen-Rechnungen sind nicht immer vollständig: Unsere Elektroautos haben beispielsweise einen beträchtlichen CO₂-Fußabdruck, bevor sie den Ausstellungsraum verlassen, verbrauchen Strom, der nicht unbedingt nachhaltig erzeugt wurde, und sind viel schwerer (d. h. sie benötigen insgesamt mehr Energie) als herkömmliche Autos.

Die Rettung des *Pale Blue Dot* (Blassblauen Punkts)

Wir leben auf Carl Sagans *Pale Blue Dot*: Die Welt fühlt sich natürlich erschreckend endlich an. Aber unsere Lage ist vielleicht nicht ganz so prekär, wie wir befürchten. Wir wissen nur wenig über die Mineralien, die in der Masse des Planeten verborgen sind; zwei Drittel seiner Oberfläche sind mit Wasser bedeckt; und wir haben mindestens einen großen Fusionsreaktor in Betrieb (obwohl wir seine Versorgung nicht steuern können – das ist Teil des Problems). Der Mensch hat sich als bemerkenswert anpassungsfähig und erfinderisch erwiesen.

Einige Vorgehensweisen sind klar. Eine stärkere Einbeziehung der sozialen Kosten von Kohlenstoffemissionen in die öffentliche Entscheidungsfindung durch eine höhere Besteuerung fossiler Brennstoffe und die Förderung des Emissionshandels (nicht zuletzt durch eine bessere Durchsetzbarkeit) dürfte selbst bei Libertären auf wenig Gegenliebe stoßen (siehe nächster Aufsatz).

Generell ist die Schlussfolgerung „weitere Forschung ist notwendig“ oft eine Plattitüde, aber nicht in diesem Fall. Öffentlich finanzierte Forschung zu umweltfreundlicheren Energiequellen und zur Verbesserung der Netto-Energieeffizienz fossiler Brennstoffe ist eine Selbstverständlichkeit. Dies könnte einen offeneren Ansatz für die Kernspaltung (und ja, eines Tages auch für die Kernfusion) erfordern, der durch weitere Studien über ihre Auswirkungen auf Gesundheit und Umwelt unterstützt wird. Da die Batterietechnologie immer besser wird, könnten bedeutende Strommengen auch außerhalb von Bergstauseen gespeichert werden. Wasserstoff könnte sich zu einer bedeutenden Energiequelle entwickeln. Die Wellenkraft ist vielleicht noch nicht erschlossen, könnte aber in ihrer Bedeutung steigen. Viele dieser Gebiete werden attraktive Investitionsmöglichkeiten bieten.

Wenn wir über künftige technologische Durchbrüche sprechen, kann es so klingen, als würde man sagen: „Irgendetwas wird sich schon finden.“ Aber es könnte realistisch sein. Niemand --schon gar nicht Thomas Malthus – hat die Explosion der landwirtschaftlichen Produktivität der letzten zweihundert Jahre vorausgesehen, die immer noch anhält. Wie viele unserer Großeltern konnten sich in jüngerer Zeit vorstellen, wie selbstverständlich (bis 2020) internationale Reisen werden würden? Wie viele aus meiner Generation konnten sich an der Universität die heutigen digitalen Medien, die sofortige (und fast kostenlose) Videokommunikation oder das phänomenale „Etwas-für-Nichts“ einer einfachen Tabellenkalkulation vorstellen? Warum sollten Energie und Umwelt gegen künftige Durchbrüche immun sein?

Politisch gesehen ist die multinationale Zusammenarbeit schwierig, und die UN-Ziele sind ehrgeizig. Aber schon früher haben die Regierungen das (zugegebenermaßen kleineren) Treibhausgasproblem gelöst, das durch FCKW (Fluorchlorkohlenwasserstoffe) verursacht wurde, und wie bereits erwähnt, fordern ihre Wähler zunehmend Maßnahmen.

In der Zwischenzeit wird es bei der Anpassung an höhere Temperaturen nicht nur um den Schutz von Gemeinden, die unterhalb des (künftigen) Meeresspiegels liegen, sondern auch um die Erkenntnis gehen, dass einige Gebiete produktiver werden, dass die Bauweise von Gebäuden eine natürlichere Klimatisierung und Kühlung ermöglichen kann und dass wir vielleicht unsere Gewohnheiten beim Pendeln ändern wollen (wird Covid zumindest die letztgenannten Gewohnheiten ändern?).

Wenn es sich nicht um ein Aussterbeereignis handelt (und meine Lesart ist, dass die Wissenschaftler davon nicht ausgehen), dann müssen wir weiterhin unsere Geschäfte führen und unsere Ersparnisse investieren, aber auch wachsam und aufgeschlossen bleiben. In dem Maße, in dem die Gesellschaft diese externen Effekte internalisiert, werden die Kosten und der Nutzen der Bewältigung des Klimawandels wahrscheinlich weit über die heutigen offensichtlichen Gewinner und Verlierer hinausgehen.

Kapitalismus wird Teil der Lösung sein

Ist das Wirtschaftssystem selbst Teil des Problems – sind der Kapitalismus und eine marktgesteuerte Wirtschaft letztlich nicht nachhaltig? Wir haben bereits festgestellt, dass Märkte nicht ohne weiteres mit externen Umwelt- und Klimaeffekten und öffentlichen Gütern umgehen können.

Das glaube ich nicht. Zum einen ist der Status quo kein „System“ im eigentlichen Sinne: Deshalb hat er sich gehalten. Die Suche nach einer Alternative zum dezentralen Eigeninteresse, das einen großen Teil der modernen gemischten Wirtschaft antreibt, ist ein bisschen wie die Suche nach einer Alternative zur Schwerkraft.

Unserer Meinung nach wird der Kapitalismus wahrscheinlich Teil einer erfolgreichen Antwort auf die Herausforderungen des Klimawandels sein. Wenn es überhaupt „um etwas geht“, dann um die effiziente Nutzung knapper Ressourcen. Der vom Menschen verursachte Temperaturanstieg ist das Ergebnis des Strebens nach einem höheren Lebensstandard. Hätten die Märkte besser funktioniert, wären die Auswirkungen vielleicht geringer ausgefallen. Aber wenn es keine Märkte gegeben hätte, wäre der Lebensstandard drastisch niedriger.

Kevin Gardiner – 20. Juli



5 Minuten
Lesezeit

Kohlenstoffpreise

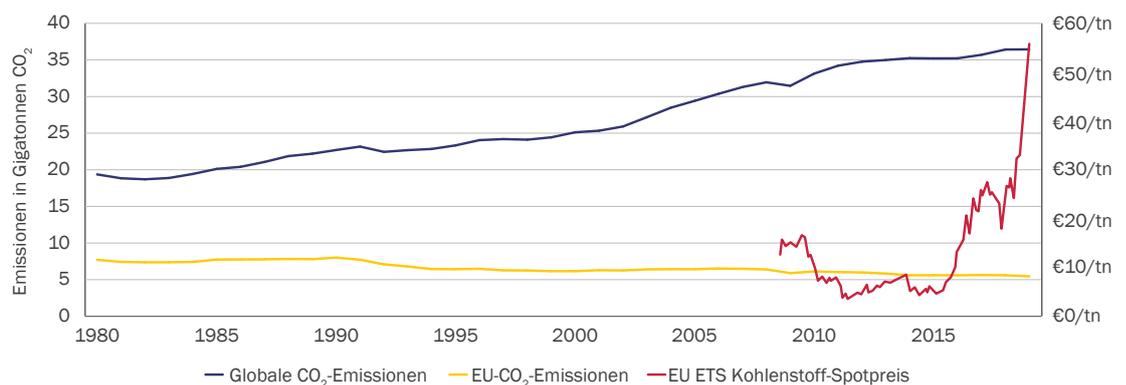
Finanzinnovationen sind nicht immer rücksichtslos: Sie können einem wichtigen sozialen Zweck dienen (siehe Aufsatz oben). Ein Beispiel dafür ist der Markt für Emissionsgutschriften, der wieder an Fahrt gewinnt, weil Unternehmen zunehmend versuchen, ihren ökologischen Fußabdruck zu verkleinern.

Eine Emissionsgutschrift ist ein Oberbegriff für ein handelbares Zertifikat oder eine Genehmigung, die das Recht verbrieft, eine Tonne Kohlendioxid oder die entsprechende Menge eines anderen Treibhausgases (THG) auszustoßen. Eine Tonne entspricht in etwa dem durchschnittlichen monatlichen CO₂-Verbrauch eines US-Haushalts.

Die aktuellen Kosten für die Verschmutzung im Rahmen des EU-Emissionshandelssystems (ETS) – dem ersten internationalen Handelssystem für CO₂-Emissionen – sind auf ein Allzeithoch gestiegen und erreichten Anfang Juli kurzzeitig 57 EUR/t CO₂ (eine Verzehnfachung seit 2017). Dieser jüngste Anstieg spiegelt zum Teil den ehrgeizigen Green New Deal der EU (September 2020) wider, der bis 2030 eine Senkung der Emissionen um 55% (im Vergleich zu 1990) vorsieht, aber auch einen Wandel in der Denkweise der Unternehmen.

CO₂-Emissionen und Kohlenstoffpreise

Jährliche Kohlendioxidemissionen (Gigatonnen) und ETS-Euro-Futures (kontraktnah, €/Tonne)



Quelle: Unsere Welt in Daten, Bloomberg, Rothschild & Co.

Anmerkung: Die Emissionen sind zum 31. Dezember 2019 angegeben. Die Kohlenstoffpreise sind zum 22. Juli 2021 angegeben.

Der Markt für die Einhaltung von Vorschriften

Einen praktischen Impuls erhielten die Emissionsgutschriften durch das Kyoto-Protokoll von 1997 – das erste weltweite Abkommen zur Senkung der Kohlenstoffemissionen. Den einzelnen Ländern wurden Treibhausgasquoten zugeteilt, und die Länder wiederum vergaben „Gutschriften“ an regulierte „Cap-and-Trade“-Unternehmen – im Wesentlichen umweltverschmutzende Industrien wie Bergbauunternehmen und Ölraffinerien. Diese Gutschriften würden es den Unternehmen erlauben, eine bestimmte Menge an Kohlendioxid (oder gleichwertigen Treibhausgasen) auszustoßen, und – was besonders wichtig ist – sie sind handelbar: Nicht genutzte Berechtigungen können auf dem freien Markt verkauft werden, während Unternehmen mit einem Defizit zusätzliche Gutschriften erwerben können.

Klimabörsen bieten einen Spotmarkt für den Handel mit solchen Gutschriften, während breitere Derivatemarkte – einschließlich Termingeschäfte und Optionen – die Liquidität erhöhen, die Preisermittlung erleichtern und es Unternehmen ermöglichen, sich gegen künftige Emissionsverpflichtungen abzusichern. Derzeit werden die tiefsten und liquidesten Verträge weltweit an der European Climate Exchange in Euro gehandelt.

Die Idee ist einfach, aber wirkungsvoll: Durch die Erfassung dessen, was bisher eine „externe Auswirkung“ des Marktes war – d. h. Kosten, die sich nicht im Preisbildungsmechanismus widerspiegeln und daher bei Unternehmensentscheidungen nicht berücksichtigt werden – kann die Zuweisung von Ressourcen sozial effizienter werden, und zwar auf dezentrale Weise. Stark umweltverschmutzende und unrentable Unternehmen, die nicht in der Lage sind, ihr Verhalten zu ändern, werden ihre wahren Kosten zu spüren bekommen und die Kapitalbeschaffung wird immer schwieriger. Industrien, die weniger Kohlendioxid ausstoßen, oder die innovativ sind und ihre Arbeitsweise anpassen können, werden florieren. Wenn die Regierungen beschließen, die Zahl der Gutschriften im Laufe der Zeit zu verringern, oder wenn sich das Verhalten ausreichend ändert, könnten die Emissionen insgesamt zurückgehen. Zumindest werden sich die tatsächlichen Kosten der Geschäftstätigkeit in den veröffentlichten Abschlüssen genauer widerspiegeln.

Neben dem Emissionshandel wurde mit dem Kyoto-Protokoll auch der Mechanismus für umweltverträgliche Entwicklung (Clean Development Mechanism, CDM) eingeführt, der es Unternehmen ermöglicht, Emissionen durch Kompensationen zu reduzieren. Diese zertifizierten Emissionsreduktionen (CERs) schaffen Kohlenstoffgutschriften, indem sie in Bereiche wie erneuerbare Energien, Aufforstungsprojekte oder neue Techniken zur Kohlenstoffabscheidung investieren. Künftig werden jedoch immer strengere Standards – insbesondere im Falle des EU-Emissionshandelssystems – die Verwendung solcher CER-Ausgleiche für Unternehmen, die ihre „Obergrenze“ einhalten wollen, wahrscheinlich verhindern.

Der freiwillige Markt

Der Fokus richtet sich zunehmend auf den kleineren freiwilligen Kohlenstoffmarkt, der neben den oben erwähnten regulierten (auf Einhaltung der Vorschriften kontrollierten) Systemen existiert. Freiwillige Kompensationen ermöglichen es umweltbewussten, aber nicht regulierten Unternehmen – und sogar Einzelpersonen –, Kohlenstoffneutralität zu erreichen oder in einigen Fällen sogar Kohlenstoff durch Kompensationen zu binden. Gutschriften können direkt von Projekten oder von bestimmten Kohlenstofffonds oder Unternehmen erworben werden – in letzter Zeit haben viele Banken und Technologieunternehmen aktiv solche Kompensationen erworben.

Das Thema ist jedoch heikel, und die Mechanismen für solche freiwilligen Kredite sind kompliziert.

Obwohl die freiwilligen Kompensationen von unabhängigen Dritten überprüft werden, können sie aufgrund ihrer nicht standardisierten Merkmale nicht zur Erfüllung der Verpflichtungen im Rahmen des CDM von Kyoto verwendet werden. Dieser nicht regulierte Markt ist nicht zentralisiert und viel weniger klar definiert als der gesetzlich geregelte Markt, was zu einer großen Bandbreite bei der Qualität und den Kosten führt. Nehmen Sie das Beispiel eines brasilianischen Landwirts, der dafür entschädigt wurde, dass er seine Bäume nicht fällte, und vergleichen es mit dem Bau eines neuen Wasserkraftwerks in Chile, der nicht realisiert wurde. Der Nutzen für die Umwelt kann natürlich sehr unterschiedlich sein.

Die Glaubwürdigkeit hat sich in den letzten Jahren verbessert, aber „Greenwashing“ bleibt ein Risiko. Es wurden offensichtlich Doppelzählungen vorgenommen, und es gibt einen Überschuss an fragwürdigen Altkrediten, die jetzt im Umlauf sind. Am wichtigsten ist vielleicht das Konzept der „Zusätzlichkeit“. Es gibt viele Fälle, in denen Emissionsgutschriften für Projekte ausgestellt wurden, die auch ohne eine spezifische Kohlenstofffinanzierung durchgeführt worden wären.

Eine Wachstumsmöglichkeit?

Das System der Kohlenstoffgutschriften hat Kritiker, und es gibt alternative Ansätze. Eine einfache Kohlenstoffsteuer könnte wirksam sein, obwohl dies eine eigene Herausforderung in Bezug auf Harmonisierung und Anreize darstellt. Die Entwicklungsländer – einige der größten Treibhausgasemittenten – sind unterrepräsentiert, und die Kohlenstoffmärkte der Industrieländer sind immer noch lückenhaft. Das EU-Emissionshandelssystem beispielsweise macht nach Angaben der Weltbank weniger als ein Zehntel der weltweiten Emissionen aus (40% der EU-Emissionen).

Es liegt auf der Hand, dass eine Reduzierung (geringere Produktion fossiler Brennstoffe) und eine Substitution (Nutzung anderer Energieformen) erforderlich sind, um die langfristigen Emissionsziele zu erreichen. Für einige Branchen und Technologien kann dies jedoch unmöglich oder unwirtschaftlich sein. Der Kompensationsmarkt ermöglicht es umweltverschmutzenden Unternehmen, ihre Emissionen auslaufen zu lassen, ohne das Wachstum zu beenden.

Das veraltete Kyoto-Protokoll wird bald durch die Ziele des Pariser Klimaabkommens abgelöst, der europäische Markt für die Einhaltung der Vorschriften wächst, während die kostenlosen Emissionsrechte (insbesondere für europäische Fluggesellschaften) eingeschränkt werden, und, was besonders ermutigend ist, China hat kürzlich seinen eigenen Emissionshandelsmarkt angekündigt.

Was den nicht regulierten freiwilligen Markt betrifft, so wird die Nachfrage wahrscheinlich steigen, weil die Unternehmen versuchen, höhere CSR-Ziele zu erreichen. Eine Schätzung geht davon aus, dass dieses Segment, das derzeit einen Wert von 300 Millionen Dollar hat, bis 2050 um das 100-fache wachsen muss, wenn Länder und Unternehmen den Netto-Nullpunkt erreichen wollen. Die Harmonisierung der internationalen Verifizierungsstandards – zur Förderung von Transparenz und Einfachheit – und die Einführung glaubwürdiger globaler Kohlenstoffmärkte für solche Verträge werden für die Erreichung dieses Ziels von entscheidender Bedeutung sein.

Victor Balfour – 22. Juli



4 Minuten
Lesezeit

Die Hauspreise explodieren...

...so Andy Haldane, der scheidende Chefvolkswirt der Bank of England. In der Tat befinden sich Wohnimmobilien in weiten Teilen der entwickelten Welt im Aufwind, begünstigt durch extrem niedrige Zinssätze, sich verändernde Präferenzen und eine Knappheit an Wohnungen. In den USA beispielsweise stiegen die Kosten für Einfamilienhäuser in den zwölf Monaten bis Mai um 23%; in Neuseeland lag dieser Wert bei fast einem Drittel.

Solche Statistiken werden oft von beängstigenden Warnungen begleitet. Dies spiegelt zum Teil die schiere Größe der weltweiten Wohnimmobilienmärkte und deren Einsatz von Fremdkapital wider – es bestehen enge Verbindungen zur Realwirtschaft und zum Finanzsystem. Für viele weckt dies Ängste vor wirtschaftlicher Instabilität und den Exzessen der Nullerjahre.

Wir sehen dies nicht als den Vorboten einer neuen Krise. Die wirtschaftliche Wiederbelebung ist in vollem Gange, und die Kreditvergabe der Banken (und die anschließende Verbriefung) könnte im Vergleich zu den berausenden Tagen des GFC als konservativ bezeichnet werden. Echte „Immobilienblasen“ sind selten, und die Schuldenlast der privaten Haushalte ist nicht mehr so hoch wie früher.

Die Hauspreise hatten nur wenig Zeit, um auf die Ereignisse des Jahres 2020 zu reagieren – der Markt wurde zunächst durch die Lockdowns lahmgelegt, aber die Wirtschaft erholte sich schnell wieder. Natürlich folgt der Immobilienzyklus nicht genau dem Konjunkturzyklus, wobei längerfristige Trends in der Demografie und dem Wohnungsangebot eine wichtige Rolle spielen. Vor allem das geringe Angebot hat dazu beigetragen, die Preise in die Höhe zu treiben, da die niedrigen Hypothekenzinsen die private Nachfrage wieder ansteigen ließen. Das Angebot wird häufig durch regulatorische Hindernisse, ineffiziente Politik und „Nimby-Verhalten“ eingeschränkt.

Darüber hinaus haben im Laufe der Krise Homeoffice-Regelungen und eine lange Zeit der Selbstreflexion Berichten zufolge einige Hausbesitzer dazu veranlasst, ihre Wohnsituation ganz genau zu überdenken. Dies hat zu einem gewissen Entwicklungsboom geführt – vor allem in den USA, wo das Angebot ohnehin flexibler ist. Neben den steigenden Kosten für wichtige Rohstoffe – die Holzpreise sind in den zwölf Monaten bis Mai um 500% gestiegen (auch wenn sie sich danach wieder erholt haben) – zeichnet sich ein Mangel an Arbeitskräften im Baugewerbe ab.

Ein Risikoindikator – die Erschwinglichkeit – blinkt jetzt jedoch rot, obwohl die Hypothekenzinsen auf ein Allzeittief gefallen sind, einfach weil die Preise so weit gestiegen sind. Der OECD-Maßstab für die Erschwinglichkeit von Wohnraum – basierend auf dem Verhältnis von Preis zu Einkommen und Preis zu Miete – hat nun den Höchststand von 2007 überschritten.

Unsere Bindung an das Wohnen ist emotional und wird durch seinen Quasi-Investitionsstatus erschwert. Ein Haus ist in erster Linie ein Ort zum Wohnen, aber es ist auch das größte Einzelvermögen der meisten Eigentümer und dominiert ihre persönliche Bilanz. Haus- und Wohnungssuchende und Spekulanten können konkurrierende Interessen haben: Anwohner werden oft ausgeschlossen, wenn die Preise durch Investitionen in die Höhe schnellen.

Der jüngste Preisanstieg scheint in der Tat mehr institutionelle und spekulative Käufer in einen bereits erhitzten Markt gelockt zu haben – ein sichtbarer Nutznießer der finanziellen Repression, da immer niedrigere Renditen zu Portfolioumschichtungen führen. Die Preise müssen sinken oder die Einkommen steigen (oder beides), wenn die Ungerechtigkeit verringert werden soll.

Die Wohnimmobilienmärkte stehen in deutlichem Gegensatz zu den kommerziellen Märkten, die im vergangenen Jahr eine Art Existenzkrise durchmachten – eine Folge von Heimarbeit, sozialer Distanzierung, unbezahlten Mieten und Zwangsversteigerungen. Obwohl sich die meisten Segmente nun langsam wieder normalisieren, gab es eine klare Zweiteilung zwischen rückläufigen Einzelhandels-, Hotel- und Büroflächen und Lager- und Industrieflächen, die stark nachgefragt wurden.

Selbst Anleger in REITs – Real Estate Investment Trusts, die Teil des Aktienmarktes sind – sahen sich 2020 mit einem besonders schwierigen Umfeld konfrontiert, da viele Vermögenswerte implizit mit Preisnachlässen gehandelt wurden: Der MSCI US REITs Index war beispielsweise einer von nur drei Teilssektoren, die im vergangenen Jahr negative Renditen erzielten.

Für Anleger in so genannte „offene“ Immobilienfonds war die Situation noch prekärer: Die Liquidität schwand, so dass viele Fonds ausgesetzt wurden und die Anleger ihre Positionen nicht mehr verkaufen konnten.

Schlussfolgerung

Nach den turbulenten 12 Monaten scheinen sich die Gewerbeimmobilienmärkte zu stabilisieren. Die Trends des letzten Jahres kehren sich langsam um – die Nachfrage nach Lagerhallen lässt nach, während der Handel in den Einkaufsstrassen langsam wieder anläuft.

Was die „heißen“ Wohnimmobilienmärkte betrifft, so sind einige wettbewerbsverzerrende Maßnahmen (z. B. die Stempelsteuerbefreiung im Vereinigten Königreich) ausgelaufen und es gibt Anzeichen (z. B. die US-Wohnungsbaugenehmigungen), dass wir den Höhepunkt des Immobilienbooms überschritten haben könnten.

Direktinvestitionen in Immobilien können neben Zinserträgen und Unternehmensgewinnen eine weitere, oft nicht korrelierte, dritte Renditequelle darstellen. Außerdem können diese Renditen einen gewissen Schutz gegen die Inflation bieten. Es ist jedoch schwierig, über die hier dargelegten makroökonomischen Beobachtungen hinauszugehen: Illiquidität und Unteilbarkeit (bei direktem Eigentum) schränken die Aufnahme von Immobilien in alle außer den allergrößten, quasi-institutionellen Portfolios ein.

Für uns ist der wichtigste Aspekt des Aufschwungs auf den Immobilienmärkten ihr Beitrag zum allgemeinen Wirtschaftsaufschwung, der wohl noch nicht in Tränen ausarten wird.

Victor Balfour – 28. Juli



1 Minuten
Lesezeit

EZB hebt Inflationsziel an

Ein weiteres Anzeichen für die schleichende Entwicklung der Zentralbank – hin zu einer größeren Inflationsstoleranz – ist die subtile Lockerung des Inflationsziels der EZB.

Bei ihrer Gründung strebte die EZB eine mittelfristige Inflationsrate „unter 2%“ an. Bei der Überprüfung der geldpolitischen Strategie im Jahr 2003 wurde als Ziel eine Inflationsrate „unter, aber nahe bei 2%“ festgelegt. Als Ergebnis der letzten und lange erwarteten strategischen Überprüfung wird sie nun ein symmetrisches Ziel von 2% anstreben, wobei eine gewisse (nicht quantifizierte) Toleranz für „vorübergehende“ Überschreitungen vorgesehen ist. Der Kontext bleibt ein mittelfristiger, wobei „mittelfristig“ nicht näher definiert wird.

(Die EZB wird auch darauf hinarbeiten, die Kosten für selbst genutztes Wohneigentum in den von ihr bevorzugten Harmonisierten Verbraucherpreisindex aufzunehmen. Ob dies zu einer weiteren Lockerung oder Verschärfung des Ziels im Vergleich zum heutigen Rahmen führt, in dem solche Kosten nicht berücksichtigt werden, hängt davon ab, wo wir uns im Hauspreiszyklus zum Zeitpunkt der Einbeziehung befinden.)

Wir sollten nicht zu viel von diesem Schritt erwarten, der weder groß noch überraschend ist. Die moderate Überprüfung der Federal Reserve (Fed) im vergangenen Jahr war eine überzeugendere Absichtserklärung. Die früheren Rahmenregelungen der EZB waren stets unzureichend spezifiziert, und die einseitigen Zielvorgaben waren ein Zugeständnis an die Falken der Bundesbank (die heute eine bedrohte Art darstellen). Ob die eher deflationäre Eurozone das gleiche numerische Ziel wie die USA und das Vereinigte Königreich verfolgen sollte, ist nett, aber irrelevant.

Nach den Marktreaktionen zu urteilen, hat sich die Änderung nicht wesentlich auf die erwartete Inflation oder die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik ausgewirkt: Die Schwankungen liegen innerhalb der typischen täglichen Handelsspannen.

Aber sie ist trotzdem ein weiterer kleiner Vorbote.

Kevin Gardiner – 9. Juli

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

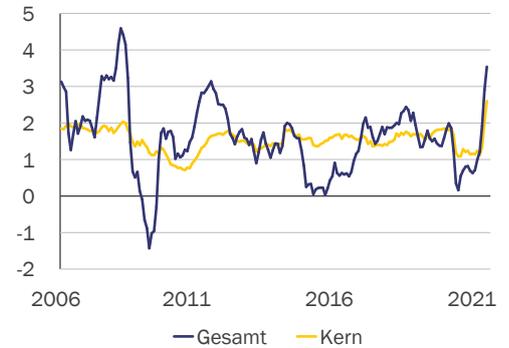
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



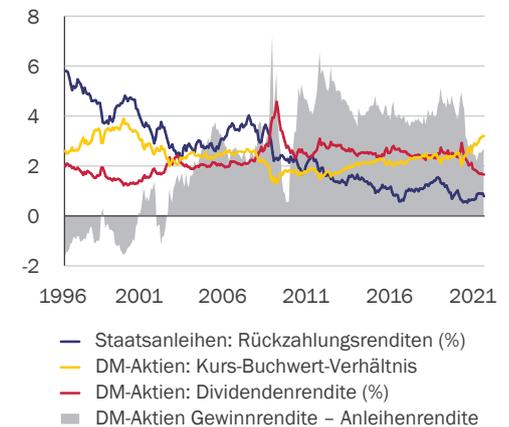
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	1.3	-3.1	20.9
10-J.-US-Gilt	0.6	-3.0	8.9
10-J.-Bundesanleihen	-0.4	-0.4	6.5
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.4	-0.5	2.7
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.0	0.4	1.3
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.0	0.3	15.4
Globale Anl.: Hochzins (USD)	4.4	10.4	20.8
EM (USD)	3.9	4.2	20.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	1.7	30.8	47.3
DM	1.7	31.9	48.9
EM	2.0	23.2	36.2
US	1.3	36.1	65.3
Eurozone	2.2	25.3	23.5
GB	3.6	16.0	-0.2
Schweiz	2.5	17.1	41.2
Japan	2.0	24.2	19.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	107.1	-4.1	0.1
Euro (EUR)	129.4	-0.5	2.1
Yen (JPY)	90.0	-6.0	0.3
Pfund (GBP)	81.6	6.2	5.6
Schweizer Franken (CHF)	166.4	-1.0	8.4
Chin. Yuan (CNY)	138.5	7.0	5.6

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	216.3	51.0	12.3
Brent Rohöl (\$/b)	73.8	66.6	1.0
Gold (\$/oz.)	1,806.9	-3.4	47.0
Industriemetalle (1991 = 100)	334.0	41.4	34.5
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	17.7	-27.3	37.6
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	65.0	43.3	32.4

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
23. Juli 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
Kanalarinseln
+44 1481 705194

London

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

Mailand

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

Manchester

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

Zürich

Zollikerstrasse 181
8034 Zürich
Schweiz
+41 44 384 7111

Wichtige Informationen

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited lediglich zu 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.