



Vollgas geben

Ausgabe 114 | Juni 2021

03 Aktuelle COVID-Entwicklung

Ansteckung eingedämmt

04 Hilfe gefällig?

Freie US-Stellen auf Rekordniveau

07 Besteuerung multinationaler Konzerne

Andere Dinge sind vielleicht wichtiger

08 Leben nach den Schulden (nochmals aufgegriffen)

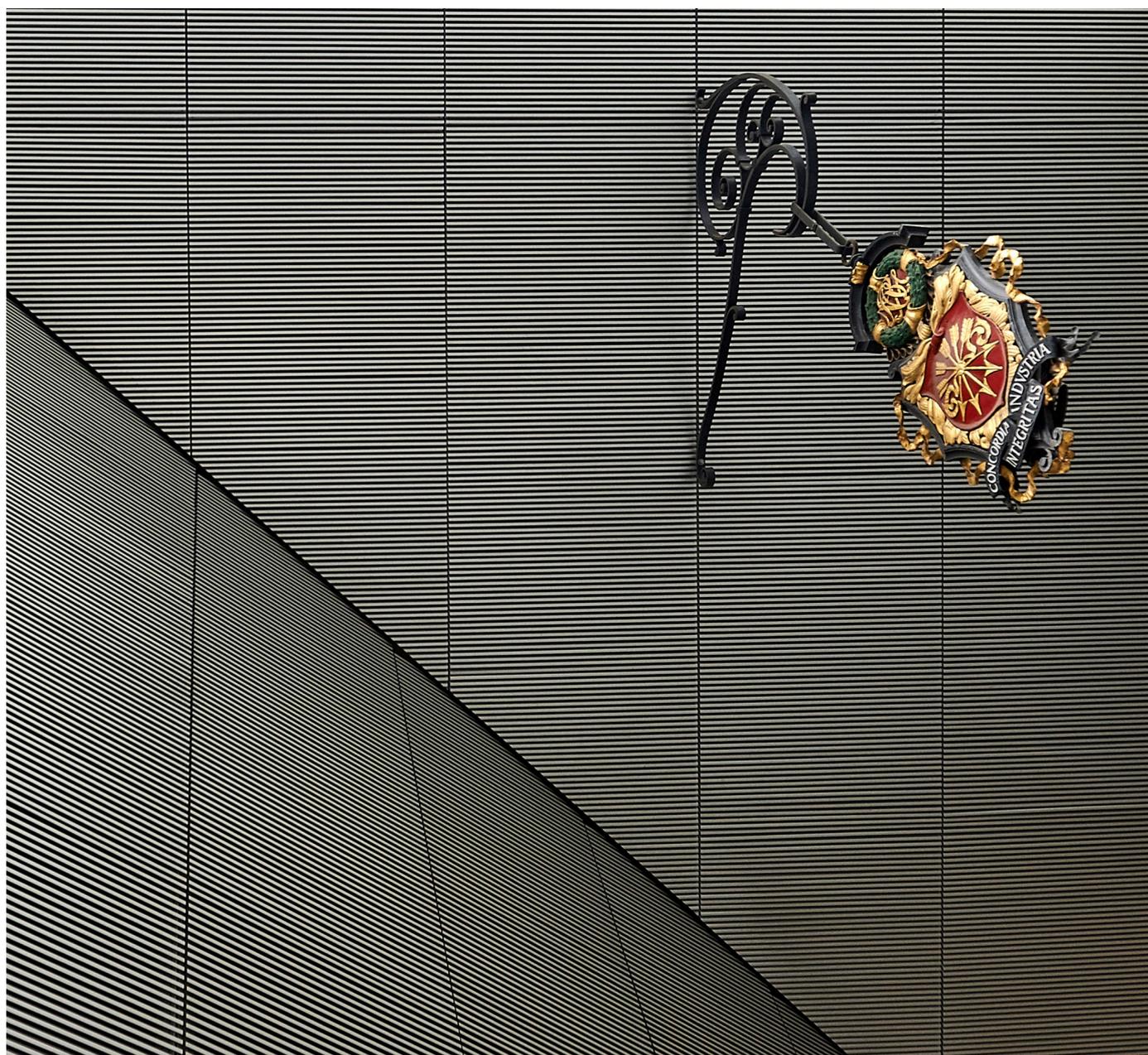
Das ist beherrschbar

09 Der Halbleitermangel

Zum Teil strukturell bedingt

11 Inflation und Rohstoffe

Keine gute Absicherung



Vollgas geben

Nach wie vor können Volkswirtschaften wachsen, wenn wir ihnen die Möglichkeit dazu geben.

Weltweit bewegt sich die Wirtschaftsleistung wahrscheinlich wieder auf dem Niveau wie vor der Krise und steigt mit schnellen Schritten – vielleicht mit genügend Dynamik, um die Verluste einiger Sektoren aus dem Jahr 2020 im Jahr 2022 wettzumachen.

Die Beschäftigung hat noch nicht wieder zum Ausgangspunkt zurückgefunden. Doch weil die Beschäftigung hinterher hinkt, ist die Produktivität – also der Output pro Kopf – sprunghaft gestiegen, angeführt von den USA.

Dieser Anstieg zeigt, dass die Angebotsseite der Weltwirtschaft elastischer ist als befürchtet. Es bestehen einige deutlich sichtbare Engpässe und Knackpunkte (z. B. bei Halbleitern – dazu weiter hinten mehr), aber sie – ebenso wie die Verbraucherpreisindizes für April/Mai – stellen die Kapazitätsengpässe insgesamt überspitzt dar.

Entsprechend gibt die wieder anziehende Nachfrage den Ton an. Angesichts der heutigen politischen Rahmenbedingungen scheint dies auch so zu bleiben.

Zentralbanken und Finanzministerien sind verständlicherweise besorgt, dass die COVID-bedingten Schliessungen bleibende wirtschaftliche Schäden hinterlassen haben und dass eine weitere Ankurbeung der Ausgaben die beste Therapie darstellt. Doch ihre Prognosen sind vielleicht immer noch zu pessimistisch, und infolge der aufholenden Beschäftigung wird sich der Produktivitätsanstieg abschwächen. Lokal begrenzte Engpässe und die Konsumpreisindizes für April/Mai sind wahrscheinlich eine Generalprobe für das Hauptinflationsergebnis, das uns später bevorsteht.

Vor allem die Geldpolitik gibt immer noch Vollgas. Anleger sollten deswegen darauf gefasst sein, dass auf Seiten der Zentralbanken eine Drosselung der Wertpapierankäufe und eine Anhebung der Leitzinsen schneller erfolgen, als gesagt worden ist. Zentralbanken haben überwiegend Anleihen angekauft. Anleihenurse sind auch am direktesten und spiegelbildlich an erwartete Zinssätze gekoppelt.

Aktien werden ebenfalls verwundbar sein. Aber die Prognosen für die Unternehmensgewinne sind wahrscheinlich immer noch zu niedrig (ungeachtet des weiter hinten erörterten Steuerabkommens der G7). Beim heutigen Stand der Realrenditen sind Anleihen strategisch wenig attraktiv. Die Bedrohung für die Aktienmärkte, wenn sie denn eintritt, ist da vielleicht eher taktischer Natur.

Der *Marktausblick* ist in diesem Monat eine weitgehend krypto-freie Zone.

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.

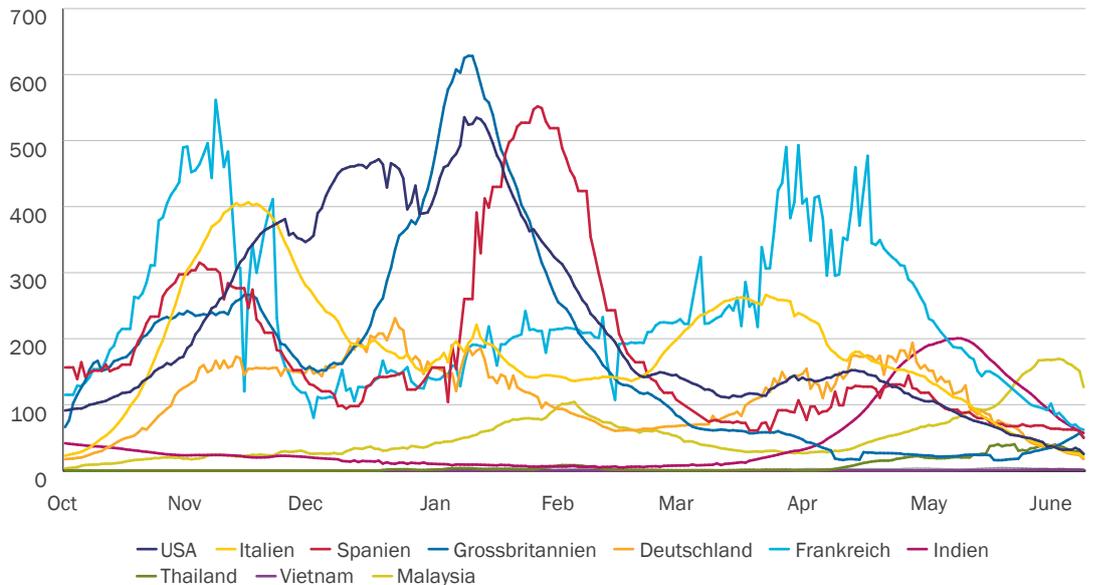
© 2021 Rothschild & Co Wealth Management
Erscheinungsdatum: Juni 2021.
Stand der Daten: 31. Mai 2021.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Aktuelle COVID-Entwicklung

In den letzten sechs Wochen ist die Zahl der wöchentlichen Krankheitsfälle weltweit zurückgegangen. In Kalenderwoche 23 (ab dem 6. Juni) wurde der niedrigste Stand der Neuinfektionen seit Mitte März gemeldet. Allerdings ziehen die Zahlen in Grossbritannien wieder leicht an. Auch in Teilen Südostasiens, und zwar in Thailand, Malaysia und Vietnam, steigen die Infektionszahlen. In Thailand beispielsweise haben sich die Infektionen nach Ausbrüchen in Gefängnissen und dicht bevölkerten Gebieten seit April insgesamt vervierfacht.

Abbildung 1: Überwiegend rückläufige Ansteckung

Wöchentliche Veränderungen der Fallzahlen (in Relation zur Bevölkerungszahl, pro Hunderttausend Einwohner)

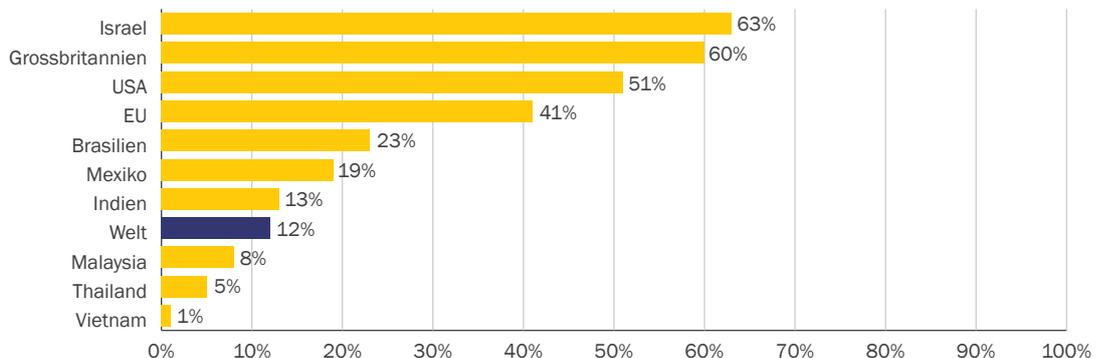


Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co.
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Viele Länder in Südostasien zählten zu den ersten Regionen, die von der Pandemie betroffen waren. Durch umgehende Reaktionen und strenge Lockdown-Massnahmen sind sie zunächst aber relativ ungeschoren davon gekommen. Deswegen hat die aktuelle Zunahme der Infektionen hier auf einer relativ niedrigen Basis begonnen. Wie dem Diagramm zu entnehmen ist, melden Vietnam und Thailand eine Wocheninzidenz von 2 bzw. 29 (in Relation zur Bevölkerungszahl, pro Hunderttausend Einwohner). Mit 156 weist Malaysia einen höheren Wert auf – selbst wenn auch hier die Ansteckungsraten zu kippen scheinen. Diese Zahlen liegen deutlich unter der Inzidenz von 628, die Grossbritannien im Januar verzeichnete.

Abbildung 2: Durchführung der Impfungen

Anteil der Bevölkerung mit mindestens einer Impfdosis (%). Personen mit mehreren Dosen werden einmal gezählt.



Quelle: Our World in Data, Rothschild & Co.
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Die in letzter Zeit gemeldeten Fälle stehen überwiegend mit der Delta-Variante in Zusammenhang, die aggressiver ist und rund 40% ansteckender sein soll als vorherige Mutanten. Den Ländern, die es geschafft haben, ihre Impfprogramme hochzufahren, ist es anscheinend gelungen, diese Variante in Schach zu halten. Mehr als 2 Milliarden Impfdosen wurden bislang weltweit verteilt: Davon entfallen 14% auf die USA, 11% auf Indien und 3% auf Grossbritannien. Die auffälligen Schlusslichter bilden die Länder in Südostasien, in denen im Inland langsamer als im weltweiten Durchschnitt geimpft wird (siehe Abbildung 2).

Mit den intensivierten Impfprogrammen ist die Anzahl an Neuinfektionen in Europa weiter zurückgegangen. In der EU hat fast die Hälfte aller Erwachsenen bereits eine Impfdosis erhalten. Indessen will die EU ihr eigenes COVID-19-Reisenzertifikat bereitstellen, damit ab dem 1. Juli unbeschränkte Reisen in der Region möglich sind. Das Zertifikat wurde von der Europäischen Kommission bereits gebilligt und wird von den Mitgliedstaaten in den kommenden Wochen umgesetzt. Mithilfe dieses digitalen Impfpasses können Grenzbehörden den Status von Reisenden überprüfen, ob sie geimpft sind, nach einer Genesung Immunität erlangt haben oder einen aktuellen negativen Test nachweisen können.

Impfpässe bringen uns vielleicht einen Schritt näher zu einem unbeschränkteren Leben. Als Anleger sollten wir aber vielleicht nicht übersehen, dass sich viele Unternehmen auf einen Betrieb auf Distanz eingestellt haben. Wären im schlimmsten Fall, d.h. bei einer neuen weit verbreiteten Ansteckung, die Risiken genauso hoch wie im März 2020?

Charlie Hines – 8. Juni



7 Minuten
Lesezeit

Hilfe gefällig?

Der Aufschwung ist da und die jüngsten Konjunkturumfragen deuten darauf hin, dass er sich auf beiden Seiten des Atlantiks möglicherweise bis in das dritte Quartal fortsetzen wird (sofern die Infektionszahlen dies zulassen).

Wir sind hin und her gerissen zwischen der Freude über die Standhaftigkeit der Weltwirtschaft und die Notfallmassnahmen der Politiker im Jahr 2020 (auf der einen Seite) und Warnungen vor Überheblichkeit und Verzettelung (auf der anderen Seite), die dieselben Politiker inzwischen an den Tag legen.

Denken wir zurück an den Mai 2020. Inmitten des menschlichen Traumas drehten sich öffentliche Äusserungen in der Wirtschaft um den drohenden bevorstehenden Zusammenbruch, Engpässe, Massenarbeitslosigkeit und grundlegende Veränderungen. Wie sich herausstellte, lag der Wirtschaftseinbruch da bereits weitgehend hinter uns – der heftigste Rückgang aller Zeiten in den G7-Ländern war komprimiert auf etwa sechs Wochen von Mitte März bis April.

Inzwischen hat das BIP weltweit wahrscheinlich wieder das Vor-Krisen-Niveau erreicht. Wenn das rasche Wachstum anhält, – annualisierte zweistellige Wachstumsraten sind im laufenden Quartal in den USA, in der Euro-Zone und in Grossbritannien durchaus plausibel – ist 2022 sogar ein Anstieg über den Vor-Krisen-Trend hinaus möglich. In diesem Fall würde das wirtschaftliche «Aufhol»-Szenario, das wir an dieser Stelle früher beschrieben haben, – das aber in den offiziellen Prognosen nicht berücksichtigt wird – allmählich Wirklichkeit werden. Die menschlichen/politischen Kosten könnten dadurch natürlich nicht wieder gut gemacht werden.

Die auffälligsten Monatsdaten stammen nach wie vor aus den USA. Hätten wir raten müssen, wäre aber vielleicht Grossbritannien das Land gewesen, das die BIP-Wachstumstabelle im zweiten Quartal anführt – schon allein deswegen, weil die Besonderheiten bei der Messung, auf die wir hier zu einem früheren Zeitpunkt hingewiesen haben, jetzt nur nach oben zeigen können. (Nicht, dass dies für die britischen Aktienmarktindizes, die nicht die lokale Wirtschaft abbilden, viel bedeuten würde.)

In den USA liegt der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe, eines unserer wichtigsten Konjunkturbarometer, blieb bis mindestens Mai auf erhöhtem Niveau. Die Details zeigen, dass die Lagerbestände bei Kunden den tiefsten Stand der letzten Jahre sind, die Auftragsbestände Höchststände erreicht haben und die Preisreaktionen ebenfalls historischen Höchstständen nahe sind.

Es ist unwahrscheinlich, dass sich die Lieferengpässe auf die Halbleiter-/Automobilindustrie beschränken (siehe hierzu den Artikel weiter hinten). Die Verbraucherpreis-inflation ist gerade sprunghaft von 2,6% im März auf 5% im Mai gestiegen (wobei die Kerninflation von 1,6% auf 3,8%

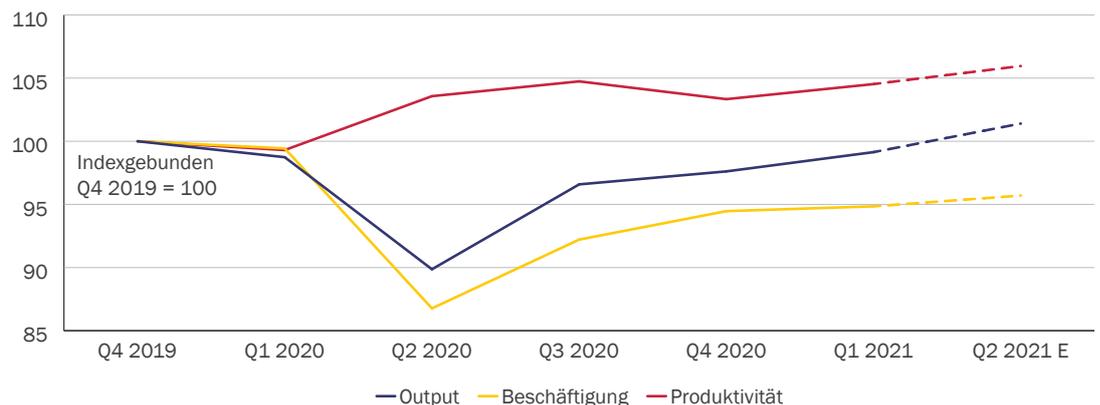
kletterte). Wir sind allerdings nicht überzeugt, dass dies die Vorboten des nachhaltigen Inflationsanstiegs sind, über den wir vor vielen Monaten geschrieben haben. Zumindest in dieser Hinsicht sind wir einer Meinung mit der US-Notenbank (Fed), nach deren Auffassung die Zunahme weitgehend «vorübergehende» Faktoren widerspiegelt, die nachlassen, wenn grössere Teile der Wirtschaft wieder öffnen (einer der Gründe, warum Anleihen den Anstieg bislang entspannt hingenommen haben).

Anders als die Fed (und die Anleihenurse) gehen wir jedoch davon aus, dass der Inflationsdruck im weiteren Verlauf des Jahres wieder aufleben wird. Dies wird auf den anhaltenden und deutlichen Nachfrageüberhang in der gesamten Wirtschaft zurückzuführen sein. Zunächst wird der Druck aufgrund dieses «Nachfragesogs» die Gewinnmargen beflügeln. Wenn aber die gesamten Kapazitäten voll ausgelastet sind, entsteht hierdurch auch Druck auf die Kosten – vor allem die Arbeitskosten nach Abzug von Produktivitätsgewinnen (in der Fachsprache als «Lohnstückkosten» bezeichnet). In den meisten Unternehmen stellen die Löhne die grössten Einsatzkosten dar.

Im letzten Jahr sind die Margen überwiegend gestiegen. Die Verbraucherpreise wurden jedoch (bis zum Anstieg im April/Mai) durch eine erstaunliche, aber kaum beachtete Steigerung der Produktivität gedämpft (wie wir im März bemerkten und in Abbildung 1 weiter unten darstellen). Der Output hat sich schneller erholt als die Beschäftigung. Dies ist die Regel, aber in der Regel geht der Output auch schneller zurück. Dieses Mal erleben wir ungewöhnlich hohe Nettozuwächse. In vielen Unternehmen werden die Stückkosten unter das Vor-Krisen-Niveau gefallen sein.

Abbildung 1: Steigende Produktivität in den USA

Der Output in den USA hat sich schneller erholt als die Beschäftigung

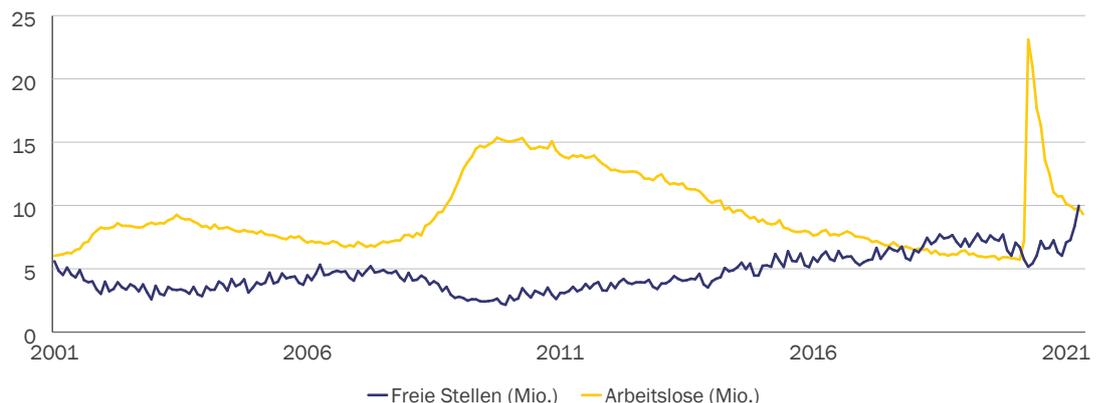


Quelle: Datastream, Rothschild & Co (Schätzungen für Q2). Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Mit der fortschreitenden Erholung werden sich Produktivitätszuwächse abschwächen, während die Anzahl der Arbeitsplätze aufholt. Der Arbeitsmarkt wird enger, und in Einzelfällen wird schon von fehlenden Arbeitskräften berichtet. Die Zahl der freien Stellen ist in den USA im April auf ein Allzeithoch gestiegen. Dennoch kann von einem allgemeinen Arbeitskräftemangel keine Rede sein. Betrachten wir dazu nochmals Abbildung 1: Die Beschäftigung liegt wahrscheinlich immer noch knapp 4% unter dem Vor-Krisen-Niveau.

Abbildung 2: Steigende Stellenangebote in den USA

Die Zahl der freien Stellen scheint sich in den USA auf Rekordniveau zu bewegen



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

Wenn in den USA vor gerade einmal 18 Monaten 4% mehr Menschen beschäftigt waren, wie kann es dann plötzlich zu einem Arbeitskräftemangel kommen? Eine Möglichkeit ist eine deutliche Diskrepanz zwischen den Arbeitskräften, die jetzt nachgefragt werden, und den Arbeitskräften, die seinerzeit beschäftigt wurden – eine drastische Zunahme der «frik­tionellen» Arbeitslosigkeit. Dies ist nicht plausibel.

Vielleicht hat die ungewöhnliche Höhe (gemessen an den niedrigen US-Standards) des Arbeitslosengeldes, das während der Krise gezahlt wurde, viele schlechter entlohnte Arbeitnehmer davon abgehalten, rasch wieder an ihre alten Stellen zurückzukehren. Wenn dies der Fall ist, dann wird die Kurve für das Arbeitskräfteangebot wieder auf ein normales Niveau zurückkehren und viele dieser freien Stellen werden besetzt werden, da die Arbeitslosengeldzahlungen von dieser Woche an schrittweise auslaufen. Diese Hypothese ist nicht so politisch belastet wie in der Vergangenheit.

Am Ende droht vielleicht ein stärkerer Arbeitskräftemangel, wenn wir uns wieder der «Vollbeschäftigung» nähern. Zu diesem Zeitpunkt wird dann auch ein nachhaltigerer Inflationsdruck entstehen.

Die Produktivitätszuwächse aus dem vergangenen Jahr kommen nicht kostenlos, wie es vielleicht den Anschein hat. Ohne die staatliche Unterstützung für Arbeitslose wären sie wahrscheinlich nicht möglich gewesen. Die Unternehmenssteuern werden deswegen aber nicht steigen. Auch werden die staatlichen Subventionen vermutlich keine Umkehr der Produktivität verursachen.

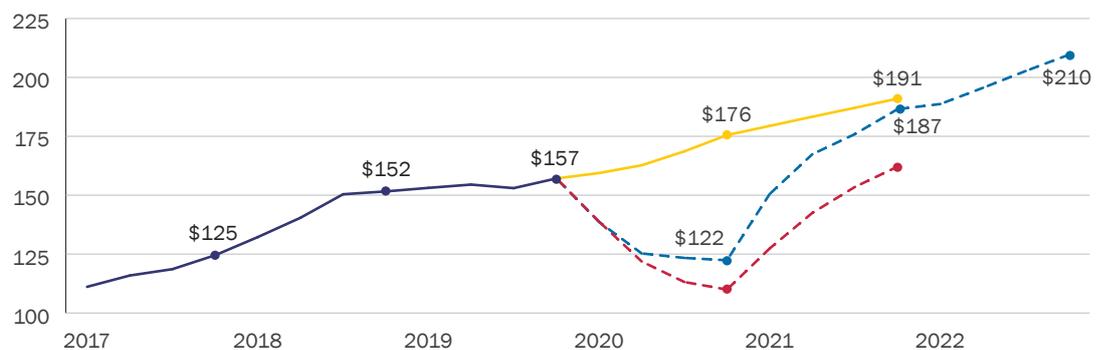
Vielleicht sind die Beziehungen zwischen Output und Beschäftigung einfach lockerer als viele Ökonomen meinen. Der digitale Output lässt sich möglicherweise einfacher hochfahren, und es hat eines herben Rückschlags bedurft, damit dies klar geworden ist. Auch hier vermuten wir, dass der jüngste Pessimismus der Ökonomen hinsichtlich der Produktivität fehl am Platze war.

Unterdessen nehmen die erwarteten Unternehmensergebnisse tendenziell weiter zu, denn Analysten antizipieren die Effekte von rasch steigenden Umsätzen und höheren Gewinnmargen. Optimal sieht es für 2021 aus. Doch ein höheres Ausgangsniveau wird auch dazu führen, dass die Schätzungen für 2022 steigen.

Abbildung 3 stellt die Konsensschätzungen für die operativen Gewinne in den USA im Jahr 2022 dar, die sich nun auf USD 210 belaufen. Noch vor einem Monat lagen sie bei USD 206 und Ende April unter USD 200. Analysten sind in der Regel zu optimistisch – nicht aber bei aufwärts gerichteten Wendepunkten.

Abbildung 3: Erholung der US-Unternehmensgewinne

S&P 500 Index: Operatives Ergebnis über 12 Monate (Analystenkonsens)



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

Aktien sind natürlich bei Weitem nicht billig. Auf vorausschauende US-Multiplikatoren auf diesem Niveau (in Höhe des 23-fachen Gewinns) folgten in der Vergangenheit magere Erträge. Die Gewinne, die auf diese früheren Kennzahlen folgten, brachen allerdings ein. Aktuell sieht das eher unwahrscheinlich aus.

Zu einem Einbruch der Ergebnisse kam es bereits 2020: Wie bereits erwähnt, spiegeln die Erwartungen zurzeit noch den Umfang der Erholung wider. Zinsen und Anleiherenditen sind ebenfalls etwas niedriger als im Jahr 2000. Ein temporärer Rücksetzer bei Aktien wäre nach der Rally im letzten Jahr für uns kaum eine Überraschung, eine dramatischere Kehrtwende dagegen schon.

Kevin Gardiner – 8. Juni

Besteuerung multinationaler Konzerne

Erwartungsgemäss sind die G7-Staaten zu einer Einigung über die Besteuerung von Unternehmen gelangt. Dies soll die Grundlage für eine effektivere und gerechtere Besteuerung von multinationalen Konzernen sein. Sie einigten sich ferner darauf, dass Firmen mehr über ihren ökologischen Fußabdruck berichten müssen.

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für Anleger – die Eigentümer der Unternehmen, die höhere Steuern zahlen werden?

Damit eine Vereinbarung überzeugend funktioniert, muss sie von der breiten globalen Gemeinschaft angenommen werden, nicht nur von den G7-Ländern. Dies kann nicht als selbstverständlich vorausgesetzt werden. Verschiedene kleinere Länder profitieren vom Status quo.

Die BEPS-Vereinbarung (BEPS steht für «Base Erosion and Profit Shifting», also Gewinnkürzung und Gewinnverlagerung) beinhaltet zwei «Eckpfeiler». Erstens sollen Steuern dort gezahlt werden, wo Geschäfte gemacht werden. Zweitens soll eine Untergrenze eingeführt werden – eine Körperschaftsteuer in Höhe von mindestens 15%. Die Abstimmung und Umsetzung der Details werden schwierig und zeitaufwendig sein (wir zweifeln daran, dass die neuen Steuern früher als in einem oder zwei oder drei Jahren Eingang in die Gesetzbücher finden). Wenn wir aber eine OECD-Schätzung als Anhaltspunkt für die möglichen Auswirkungen der Vereinbarung zugrunde legen, dürften sich die zusätzlichen Steuereinnahmen weltweit auf höchstens USD 80 Mrd. belaufen – das sind knapp 4% der Gewinne, die im MSCI vertretene Unternehmen aus Industrieländern 2021 wahrscheinlich einfahren werden.

Das wäre zwar erheblich, würde aber für Anleger nichts Grundsätzliches ändern. Es könnte helfen, Aktienportfolios taktisch weg von «Wachstumstiteln» und hin zu stärker zyklisch orientierten Unternehmen auszurichten. Doch dass dies so wichtig wird wie profanere Sachverhalte (wie z. B. Renditekurven und der Ausblick für Vor-Steuer-Gewinne), ist unwahrscheinlich.

Seit einiger Zeit wird schon eine Art von Vereinbarung diskutiert, insbesondere seit dem Wechsel der US-Regierung: Dies ist ein weiteres Beispiel dafür, wie sich die USA unter Präsident Biden wieder mit globalen Problemen befassen. Infolgedessen ist eine gewisse Erhöhung der Besteuerung wahrscheinlich «im Preis inbegriffen», doch das ist eher vage. Die geschätzten, gegebenenfalls erreichten zusätzlichen Einnahmen sind nicht hoch, wenn man sie mit der üblichen Schwankungsbreite von Unternehmensgewinnen vergleicht. Diese sind im vergangenen Jahr um etwa ein Fünftel gefallen und werden sich 2021 wahrscheinlich um rund ein Viertel erholen. Einige Unternehmen werden stärker betroffen sein als andere – der niedrige effektive Steuersatz, den die grossen Technologiekonzerne zahlen, war der Auslöser für diese regierungsübergreifende Aktion.

Vergessen wir nicht, dass sich in der niedrigen Steuerlast der Technologiekonzerne bestehende Steuerpolitiken und Steuervermeidung widerspiegeln, jedoch keine Steuerhinterziehung. Die G7-Initiative ist ein längst überfälliger Versuch, schlecht gestaltete internationale Steuerpolitiken in Angriff zu nehmen, die sich als Stückwerk entwickelt haben. Sie führten zu erheblichen Diskrepanzen zwischen dem Ort und der Höhe von Steuerzahlungen und dem gesamten Geschäftsvolumen.

Dieser «Unterbietungswettlauf» – Regierungen haben niedrigere Unternehmenssteuern genutzt, um Investitionen in ihren Ländern anzuziehen – war nicht so zynisch wie die Schlagzeilen andeuten. In Irland beispielsweise besteht ein Unterschied zwischen den niedrigen allgemeinen Körperschaftsteuersätzen, die Anfang der 1990er Jahre das Wachstum des exportorientierten «Keltischen Tiger» beförderten (Irland weist immer noch das höchste Trendwachstum in Westeuropa auf), und den jüngsten Senkungen der effektiven Steuersätze für die grossen Technologiekonzerne.

Kevin Gardiner – 7. Juni

Leben nach den Schulden (nochmals aufgegriffen)

«Ich mache mir keine Sorgen um das Defizit. Es ist gross genug, um für sich selbst zu sorgen.»
Ronald Reagan

Wir erhalten derzeit zahlreiche Fragen über die Bedrohung durch Schulden – dieses Mal wegen der sprunghaft steigenden staatlichen Kreditaufnahmen infolge der Pandemie. Hierzu erläutern wir drei gute Gründe und einen schlechten Grund für die Annahme, dass die Schulden noch beherrschbar sind.

Drei gute Gründe...

- 1. Kräftiges Wachstum:** Die Steuereinnahmen werden sich rasch erholen und die Ausgaben für Fördermassnahmen werden sinken. Nicht alle latenten Verbindlichkeiten in den Haushaltsprojektionen werden Wirklichkeit. Die jüngste Prognose des britischen Office for Budgetary Responsibility sieht schon (wieder einmal) allzu düster aus (so wie von uns erwartet). Gleiches gilt möglicherweise für die offiziellen Prognosen in den USA und Kontinentaleuropa. Wenn Kurzarbeit- und andere Programme zur Stützung des Arbeitsmarktes auslaufen, werden Arbeitnehmer schneller als befürchtet ihre Tätigkeit wieder aufnehmen und eingestellt werden.
- 2. Zinskosten steigen nur langsam.** Neue Schulden wurden zu sehr niedrigen Nominal- und Realzinsen und in den meisten Fällen mit festen Kupons aufgenommen: Die Kosten für den Schuldendienst sind gering und stabil. Wenn die Zinsen wieder steigen, wird dies überwiegend neue Kreditaufnahmen (die sich wie erwähnt deutlich verlangsamen) und Refinanzierungen betreffen (die Fälligkeiten an den grossen Märkten liegen zwischen gut fünf Jahren in den USA und 15 Jahren in Grossbritannien). Infolgedessen wird der Anstieg der Zinskosten ganz allmählich verlaufen. Mittlerweile finden wir Anleihen vielleicht unattraktiv, aber bislang war es noch keinem grossen Staat unmöglich keine Kredite aufzunehmen (wie erwähnt, erfolgten neue Kreditaufnahmen sogar zu besseren Konditionen).
- 3. Das beängstigende Gesamtbild ist eine Karikatur.** Aussagen wie «Schulden und der Teufel», «Wenn das Geld ausgeht», «Acht Jahrhunderte finanzieller Leichtsinn» usw. sind nicht hilfreich. Brutto-Finanzschulden sind kein aussagefähiges statistisches Aggregat; die Welt kann nicht Pleite gehen (wer sind ihre Gläubiger?); die Sachsicherheiten sind hoch; wir können nicht von zukünftigen Generationen borgen... Finanzkrisen sind Liquiditätskrisen, keine Solvenzkrisen, und Geld kann nicht «ausgehen» (zumindest bei diesem Punkt sind wir einer Meinung mit den Anlegern von Kryptowährungen). Unserer Ansicht nach sind Schulden weniger ein grosses gesamtwirtschaftliches Problem, sondern mehr ein Verteilungsproblem. In Anbetracht des wieder keynesianisch ausgerichteten IWF und sich ausschweigender renommierter Persönlichkeiten hat das Establishment vielleicht seinen Fehler erkannt. Warum beruhigt uns das nicht?

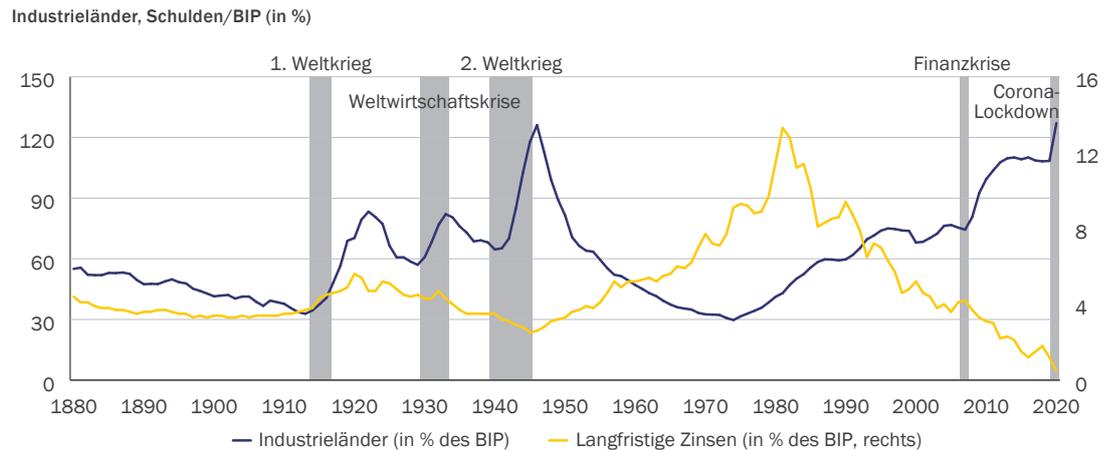
... und ein schlechter Grund

- 4. Inflation ist nicht die Antwort.** Uns beruhigt nicht, dass Gruppendenken von einem deplatzierten Aberglauben über Schulden zu einer ebenfalls fehlgeleiteten Ermutigung zur Inflation umschwenken kann. Dahinter steckt der Gedanke, durch etwas mehr Inflation die Schuldenlast überschaubarer zu machen, indem man sie real schrumpft. Zweifellos könnten Zentralbanken genügend Geld drucken und so letztendlich mehr Inflation (und sogar niedrigere Realzinsen) herbeiführen. Aber der Weg wäre der Wahnsinn. Wir wissen eindeutig nicht, wie wir eine Feinabstimmung der Inflation bewerkstelligen sollen. Es besteht keinerlei Gewissheit, dass wir gerade genügend Inflation schaffen, um eine unbedenkliche Erosion der Schuldenlast zu bewirken: Stattdessen könnte die Inflation ausser Kontrolle geraten und gravierenden Schaden anrichten. Wie wir schon gesagt haben, ist Inflation zur Bewältigung von Schulden einzusetzen, genauso, als würde man ein Haus in Brand stecken, um ein Feuchtigkeitsproblem zu lösen.

Die ersten drei Gründe sollten überzeugend genug sein. Wir brauchen wirklich nicht mehr Inflation, um die Schulden beherrschbar zu machen. Aber das Risiko von Inflation – ob nun vorsätzlich aufgrund falscher Ratschläge herbeigeführt oder beiläufig als Nebenprodukt von starkem Wachstum entstanden – ist besorgnisregender als die vermeintliche deflationäre Bedrohung, die alle diese Schulden darstellen sollen.

Kevin Gardiner – 3. Juni

Abbildung 1: Staatsschulden/BIP: vielleicht schnellerer Rückgang als befürchtet



6 Minuten
Lesezeit

Der Halbleitermangel

Chips allüberall

Halbleiter – auch bezeichnet als Mikrochips und integrierte Schaltkreise – sind als Bauteile in der einen oder anderen Form in den meisten Produkten enthalten, in denen Elektronik zum Einsatz kommt. Das reicht von komplexen Supercomputern über Autos bis hin zu Kühlschränken und den Smartcards in unserer Brieftasche.

Schlagzeilen machen Chips zurzeit, weil deren Knappheit zur Stilllegung von Produktionsstrassen fhrt, in denen Chips eine wesentliche Komponente darstellen. Dies gilt insbesondere für die Automobilindustrie. Der Mangel ist nicht auf die Gestaltung von Chips oder die Herstellung der komplexen Anlagen, die zur Chip-Fertigung benötigt werden, zurückzuführen, sondern sie liegt in den Chips an sich. Unternehmen, die Chips in industriellen Mengen – in zum Teil riesigen Fabriken – herstellen, können nicht mit der Nachfrage Schritt halten, vor allem im komplexeren Hochleistungssegment des Marktes.

Weltweit sind die drei Haupt-Chip-Hersteller mit eigenen Fabriken die Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) – ein Hersteller, der wohl am ‚spezifischsten‘ und technologisch fortschrittlichsten ist und dessen alleiniger Zweck in der Herstellung von Chips liegt – sowie Samsung und Intel – beides integrierte Gertethersteller (‘IDMs’), die Chips gestalten, fertigen und dann verkaufen. Andere sogenannte ‘fabriklose’ Chip-Hersteller wie NVIDIA, Qualcomm und Apple lagern ihre Chip-Produktion an diese wenigen Unternehmen aus.

Die Herstellung von Chips ist spezialisiert und mit den Lieferanten bestehen grosse Verträge. Die Industrie hat hohe Eintrittsbarrieren und erfordert hohe Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie Infrastruktur. Je nachdem, wie fortschrittlich der Chip ist, können die Kosten für Fabriken zwischen USD 5 Mrd. und USD 15 Mrd. liegen. In fortschrittlichen Betrieben entfällt dabei ein grosser Teil der Kosten auf Maschinen. Chips lassen sich zudem nicht auf die Schnelle herstellen: Der Fertigungsprozess kann Monate oder bei den modernsten Chips sogar knapp ein Jahr dauern. Die zum Einsatz kommenden Anlagen sind ebenfalls hochtechnisiert und in den Produktionsräumen soll mehr Sauberkeit herrschen als in Operationssälen im Krankenhaus. Das kleinste Stäubchen kann in der Produktionslinie grosse Storungen verursachen.

Halbleiter entwickeln sich rasch weiter. Chips werden immer kleiner und die Zahl der Transistoren auf jedem Chip nimmt kontinuierlich zu. Etwa alle zwei Jahre verdoppelt sich die Transistoranzahl pro Flächeneinheit. Das macht Chips energieeffizienter, schneller und leistungsstärker. Allerdings gibt es hierbei eine physische Grenze und die inkrementellen Effizienzgewinne werden am Ende allmählich

nachlassen. Auf einem Chip mit einer Fläche von 6,28 cm², lassen sich heute 28,3 Mrd. Transistoren unterbringen, die jeweils 5 Milliardstel Meter gross sind. Im Vergleich dazu befanden sich 1971, als Intel seinen ersten Mikroprozessor einführte, 2'300 Transistoren auf einem Chip, die jeweils 10 Millionstel Meter gross waren.

Warum herrscht Knappheit bei Chips?

Der Chip-Mangel hat insbesondere in der Automobilproduktion Einschränkungen zur Folge. Der Mangel ist allerdings etwas komplexer, als es den Anschein hat. Im letzten Jahr führten die Corona-bedingten Produktionsstilllegungen und Unsicherheiten über das Tempo einer Erholung dazu, dass Automobilhersteller ihre Chip-Bestellungen stornierten. Parallel verzeichneten andere Sektoren wie z.B. die Unterhaltungselektronik eine rasch steigende Nachfrage und absorbierten die ungenutzten Kapazitäten. Infolgedessen verloren Automobilhersteller im Endeffekt ihren Platz in der Warteschlange. Aufgrund der langen Vorlaufzeiten bei Chip-Lieferungen und der fehlenden Lagerbestände bei den Automobilherstellern dauert es möglicherweise noch einige Zeit, bis sich die Nachschubprobleme gelöst haben. Ford hat beispielsweise gewarnt, dass die Produktion im zweiten Quartal dieses Jahres um 50% zurückgeht. In der Zwischenzeit nehmen in den anderen Branchen, die in der Warteschlange vorgerückt sind, aufgrund der boomenden Nachfrage die erzeugten Mengen zu.

Lieferprobleme beschränken sich nicht allein auf die Automobilindustrie. Weil Chips im modernen Leben allgegenwärtig sind und sich das Internet der Dinge (IoT) allmählich durchsetzt, hat eine allgemeine Chip-Knappheit grosse Auswirkungen auf den weltweiten Output – oder zumindest auf das globale Wachstum. Unterdessen wird die Chip-Produktion ausgeweitet und schrumpft nicht, wobei einige Kunden besser versorgt werden als andere. Trotz des in den Medien viel beachteten Mangels wird der Chip-Absatz in diesem Jahr Prognosen zufolge immer noch um 11% zulegen.

Lieferengpässe sind in der Industrie nichts Neues. Doch in früheren Fällen handelte es sich vorwiegend eher um Einzelfälle bei bestimmten Arten von Chips. Dieses Mal betrifft der Lieferengpass aber nicht nur einen Chip-Typ, sondern spiegelt zum Teil die Fehleinschätzungen bei den Bestellungen und Vorräten eines Grosskunden (Automobilindustrie) wider. Das heisst, wenn sich die Automobilindustrie alle Chips gesichert hätte, die sie plötzlich brauchte, dann wären vermutlich die anderen Kunden auf der Strecke geblieben. Standortspezifische Probleme – der Frost in Texas zu Beginn dieses Jahres und ein Brand in einem japanischen Produktionsbetrieb – haben die Lage ebenfalls erschwert.

Das Halbleitersangebot ist nur ein Teil des Problems. Die Nachfrage steigt kurzfristig rapide an, weil die Wirtschaft wieder öffnet, und nimmt zugleich längerfristig stetig zu, weil mehr Verwendungen für Chips entstehen und Produkte mehr Chips erfordern. TSMC muss in den nächsten drei Jahren USD 100 Mrd. in den Kapazitätsausbau stecken. Doch die hohen Eintrittsbarrieren der Industrie und die Dominanz einiger weniger grosser Hersteller weisen auf strukturelle Probleme hin.

Darüber hinaus spielt auch die Politik eine Rolle. Das Exportverbot, das Trump im letzten Jahr für Halbleiter und Chip-Produktionsanlagen in den USA verhängte, hat den potenziell fragilen Charakter globaler Lieferketten deutlich gemacht. Länder suchen aktuell vermehrt nach grösserer Autarkie, auch die USA selbst: Im jüngsten Infrastrukturlpaket von Joe Biden sind knapp USD 50 Mrd. für die heimische Produktion von Halbleitern vorgesehen. Auch China hat in seinem letzten Fünfjahresplan die Chip-Produktion zur nationalen Priorität erklärt.

Was bedeutet das für Anleger? Erstens lässt sich auf gesamtwirtschaftlicher Ebene darauf schliessen, dass die heutigen Engpässe zum Teil nicht über Nacht verschwinden werden. Wir haben erklärt, dass der Anstieg des US-amerikanischen KPI im April/Mai wahrscheinlich nicht das wichtigste Inflationsereignis ist – doch insoweit es sich bei Halbleitern um strukturelle Probleme handelt und andere grosse Abnehmer allmählich Beschränkungen erleiden, liegt dieses Hauptereignis vielleicht gar nicht so weit zurück. Zweitens und ganz konkret scheinen die unmittelbaren Auswirkungen von Unterbrechungen Rückwirkungen auf die Hersteller zu haben – das lässt sich aber schwer mit Sicherheit sagen, weil zwei Hersteller in einer Region ansässig sind, in der es zu einem grösseren lokalen Rückgang der Wirtschaftsleistung gekommen ist – doch die gesunde strukturelle Nachfrage nach ihren Produkten und ihre beherrschende Stellung scheinen auf einen gewissen elementaren Wettbewerbsvorteil hinzudeuten.

Charlie Hines – 28. Mai

Inflation und Rohstoffe

Können Rohstoffe Inflationsrisiken absichern?

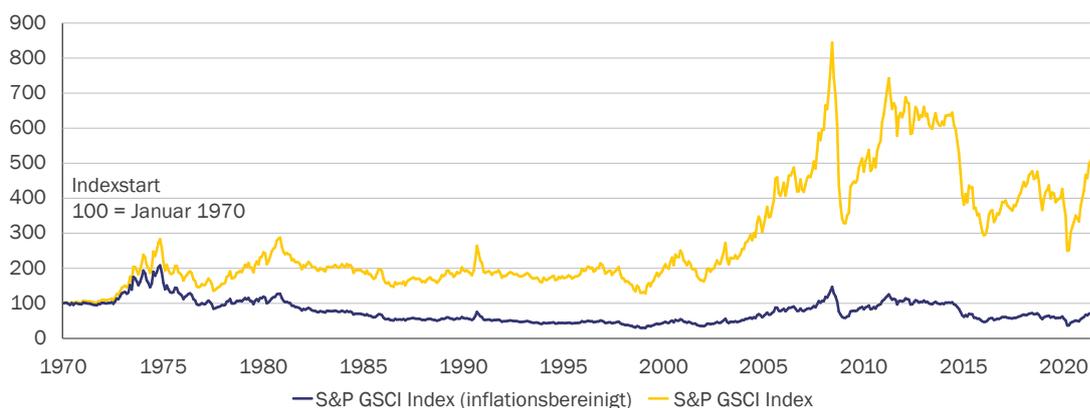
Wir haben viel über ungeprüfte und unüberprüfbare Behauptungen geschrieben, die über Kryptowährungen aufgestellt werden. Sie scheinen sehr komplizierte Antworten auf eine Frage zu sein: Ihre überdimensionierte «Knappheit» (begrenzte Coins bei jeder Art, aber Tausende verschiedener Arten) macht sie als Geld unbrauchbar. Ihre Geltung wird durch «offizielle» digitale Währungen weiter bedroht, wenn diese kommen.

Doch ein weiterer Vermögenswert, der als Inflationsabsicherung angeboten wird, verfügt über etwas mehr intuitive Attraktivität. Rohstoffe – inklusive Gold – existieren schon sehr viel länger als Papiergeld oder Wertpapiere und haben sich ein gewisses Mass an Glaubwürdigkeit beim Schutz gegen Inflation bewahrt, ohne dass sie von Zentralbanken oder ausgeklügelter Technologie verteidigt werden.

Doch sie verfügen nicht über eine enge oder zuverlässige Verknüpfung an die Inflation. Wenn Rohstoffe eine haargenaue Inflationsabsicherung böten, würden ihre realen (d.h. inflationsbereinigten) Preise konstant bleiben. Ein kurzer Blick auf den in Abbildung 1 dargestellten Index zeigt, dass die realen Rohstoffpreise tatsächlich schwanken – in beide Richtungen. Über einen längeren Zeitraum sind die realen Preise tendenziell rückläufig (das bedeutet, dass Rohstoffpreise der Inflation hinterherhinken – davon weiter unten mehr). Diese Tendenz scheint in Zeiten moderater Inflation ausgeprägter zu sein, anders als in Zeiten hoher Inflation: Das ist genau die Art von Inflationsentwicklung, die wir zurzeit erwarten. In den hochinflationären 1970er Jahren blieben die realen Rohstoffpreise weitgehend stabil, gaben in den desinflationären 1980er und 1990er Jahren aber nach.

Abbildung 1: Bei hoher Inflation haben sich Rohstoffe gut behauptet

Rohstoffpreisindizes: nominal und inflationsbereinigt



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Beim Portfolioaufbau ist eine kleine Position in Gold immer schon ziemlich beliebt gewesen. Eine Allokation in einer breiter gefächerten Palette natürlicher Ressourcen gehörte bekanntlich zum Modell von David Swenson für die Verwaltung des Yale-Stiftungsvermögens in den 1980er Jahren. Besonders populär waren Rohstoffe, als der «Rohstoff-Superzyklus» (das ist in dem Diagramm die Spitze in den Nuller-Jahren) herrschte, doch danach gerieten sie aus dem Rampenlicht. Im letzten Jahr sind Rohstoffpreise merklich gestiegen, ähnlich wie die Inflationserwartungen, und das Interesse an Rohstoffanlagen nimmt wieder zu.

Allerdings wollen (oder können) nur wenige Investment- und Portfoliomanager für die physische Lagerung von Rohstoffen (ausser Gold) verantwortlich sein. So etwas wäre kompliziert und kostspielig, vor allem wenn es im Namen vieler einzelner Anleger geschähe. Infolgedessen werden fast alle Anlagen in «Rohstoffen» in Form von Rohstoff-Termingeschäften durchgeführt.

Die Beweggründe für eine solche Anlage beruhen möglicherweise auf der intuitiven, greifbaren Attraktivität von Rohstoffen, doch in der Realität handelt es sich um ein weiteres Derivat.

Dies spielt vielleicht keine Rolle, wenn die Preise von Termingeschäften die Engpässe und Überangebote an den Spot-Rohstoffmärkten (d.h. Kassa-Märkten) abbilden, doch das tun sie nicht. Die Preise von Termingeschäften können sowohl niedriger als auch höher als Spot-Preise sein, und die Steigung der Kurve kann sich unvorhersehbar ändern.

Unter anderem dadurch ist die so genannte «Rollrendite» nicht realisierbar, die sich von Future Preisen die geringer als Spot-Preise sind ableitet. Rohstoffe werfen an sich keine Rendite ab (zugegebenermassen tun das viele Anleihen von heute auch nicht) und infolgedessen weisen keine Duration auf (zweifellos ein bestimmendes Merkmal einer Vermögensanlage). Während es in der Vergangenheit möglich war, aus T-Bills, die als Sicherheiten für Positionen in Termingeschäften gestellt wurden, gewisse Erträge zu erzielen, ist diese Ertragsquelle – die nichts mit den Rohstoffen, in die investiert wird, zu tun hat – zusammen mit den Zinsen verschwunden.

Durch dieses Engagement «auf zeitliche Distanz» ergibt sich eine weitere Unkalkulierbarkeit bei den Erträgen, weil Teilnehmer nicht nur die aktuelle Nachfrage und Angebot beurteilen müssen, sondern auch wie sich künftige Erwartungen hieran wahrscheinlich ändern. Dies schwächt ausserdem das Investment-Narrativ, das für viele Anleger eine wichtige Komponente darstellt: Berater können möglicherweise nicht erklären, warum z.B. der von ihnen empfohlene Erdölfonds gefallen ist, obwohl die Zeitungen von steigenden Spot-Preisen berichten.

Meiner Erfahrung nach ist dies ein grosser Nachteil: Es ist gegebenenfalls schon schwer genug, aus Aktien- und Anleihenkursen schlau zu werden, ohne die willkürlichen Wendungen von Rohstoffterminkurven zu erläutern.

Rohstoffanleger sind mit zwei grundsätzlicheren Problemen konfrontiert. Erstens wird die Knappheit von Rohstoffen in der Regel überbewertet. Durch sich verändernde Technologien und Ersatzmaterialien ist das Angebot elastischer als Rohstoff-Hausen vermuten (so hat beispielsweise die US-Ölförderung in den 1970er Jahren doch keinen Höhepunkt erreicht). Mit dem zunehmenden Reichtum der Welt nimmt die Bedeutung von handfesten Produkten ab: Wenn materielle Grundbedürfnisse gedeckt sind, wenden wir unsere Aufmerksamkeit Marken, Dienstleistungen und digitalen Produkten zu. Also: Das Angebot ist möglicherweise grösser und die Nachfrage geringer als angenommen. Der langfristige Verlauf von realen Rohstoffpreisen kann abwärts tendieren (wie in Abbildung 1 angedeutet).

Zweitens sind mit Bergbau- und Bohraktivitäten sowie dem Verlust von knappen natürlichen Ressourcen hohe ökologische und soziale Kosten verbunden, die für viele Anleger vielleicht untragbar sind.

Fazit?

Die von uns erwartete Inflation ist vielleicht zu gering und die Umsetzungsprobleme sind möglicherweise zu gross, als dass eine direkte Aufnahme von Rohstoffen in das Portfolio gerechtfertigt wäre. Spezialfonds können Rohstofftermingeschäfte als Teil einer breiter angelegten «Trendfolge»-Strategie zur Risikosteuerung nutzen. Dies gilt vor allem in einer Zeit, in der konventionelle Diversifikationsinstrumente – wie z.B. Anleihen – teuer sind.

Die einzige Möglichkeit mit angemessener Sicherheit eine positive Rendite zu erzielen, die über einer moderaten Inflation liegt, ist, eine inflationsgebundene Staatsanleihe mit positiver Rendite zu erwerben und bis zur Endfälligkeit zu halten. Von dieser Sorte werden derzeit aber nur wenige angeboten.

Langfristig kann eine diversifizierte Investition in Aktien gemäss unserer Einschätzung die in Aussicht stehende Inflation übertreffen. Hierzu gehören unter Umständen auch Positionen in Rohstoffunternehmen (natürlich unter der Voraussetzung, dass sie unsere ESG-Politik erfüllen). Wir würden allerdings Aktienbestände nicht als «Inflationsabsicherung» oder Mittel zur Erzielung einer realen Rendite bezeichnen. Genau wie Rohstoffe verhalten sich Aktien deutlich volatil als Verbraucherpreise.

Kevin Gardiner – 21. Mai

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

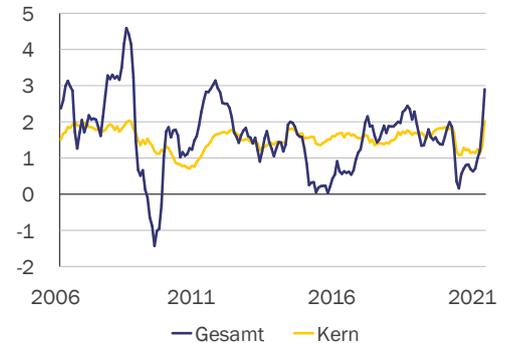
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



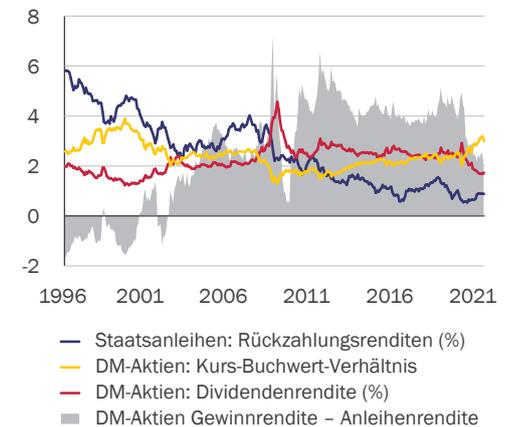
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	1.6	-5.1	17.7
10-J.-US-Gilt	0.8	-4.2	7.1
10-J.-Bundesanleihen	-0.2	-1.7	4.5
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.2	-1.9	0.7
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.1	-0.2	0.6
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.1	0.1	14.1
Globale Anl.: Hochzins (USD)	4.3	15.1	20.5
EM (USD)	3.8	8.2	19.8

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	1.7	37.7	46.5
DM	1.7	36.9	47.9
EM	1.9	43.9	35.9
US	1.3	41.2	64.2
Eurozone	2.1	35.2	23.1
GB	3.5	18.7	0.5
Schweiz	2.7	17.6	42.8
Japan	2.0	27.1	21.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	104.7	-8.3	-0.4
Euro (EUR)	131.0	2.6	5.9
Yen (JPY)	88.3	-9.2	-1.8
Pfund (GBP)	82.0	7.2	5.7
Schweizer Franken (CHF)	165.8	-0.9	8.1
Chin. Yuan (CNY)	138.0	6.4	1.1

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	200	70.4	-1.1
Brent Rohöl (\$/b)	67.3	166.1	-10.5
Gold (\$/oz.)	1,769	4.9	34.5
Industriemetalle (1991 = 100)	331	63.1	20.7
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	18.6	-45.5	16.8
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	58.1	8.5	15.4

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
31. Mai 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
Kanalinseln
+44 1481 705194

London

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

Mailand

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

Manchester

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

Zürich

Zollikerstrasse 181
8034 Zürich
Schweiz
+41 44 384 7111

Wichtige Informationen

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