



Digitaler Überschwang: ein neuer Blick auf die Eine-Million-Pfund-Banknote

Ausgabe 113 | Mai 2021

03 Mehr Substanz als «heisse Luft»

Kursanstiege mit gewissem
Fundament

05 Asiatische Schwellenländer überholt?

Vermutlich nur vorübergehend

07 Value-Aktien

Ein lange erwarteter Wendepunkt?

08 Ein Feuerwerk am Horizont

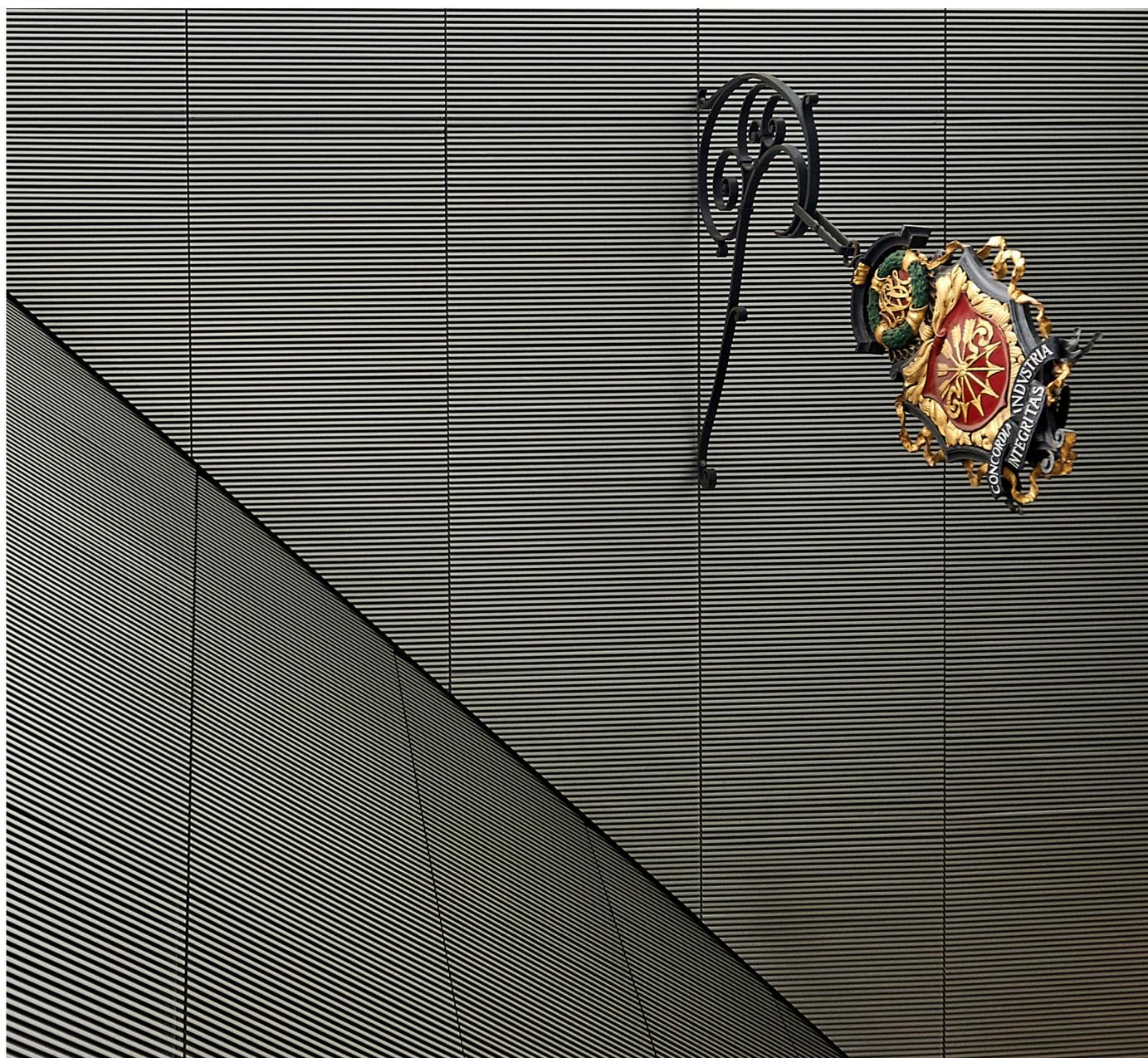
Stark ansteigendes Wachstum

10 Digitales Geld setzt sich durch

Zentralbanken und Kryptowährungen
im Wettbewerb

12 Nicht fungible Token

Den Anhang nicht vergessen



Vorwort: Die Eine-Million-Pfund-Banknote

«Ja, sie ist eine Million Pfund wert, wie Sie sehen; aber solange es sie gab, wurde damit nur ein Kauf getätigt ...»

Mark Twain, *The £1,000,000 banknote*, 1893

Der Westen verzeichnet ein kräftige BIP-Wachstum, auch nachdem ein Grossteil des COVID-19-bedingten Einbruchs aufgeholt wurde. Die Regierungen unterstützen das steigende Konsumentenvertrauen mit weiteren fiskalischen Impulsen. Natürlich wächst das Inflationsrisiko, aber nicht so stark, wie es die Zahlen in den Schlagzeilen oder Angebotsengpässe vermuten lassen. Es ist äusserst unwahrscheinlich, dass die bedeutenden Zentralbanken die Leitzinsen in absehbarer Zeit anheben werden.

Sieht man von unseren Bedenken wegen dieser allzu grosszügigen politischen Bedingungen ab, so scheint dies alles weiterhin Unternehmensbewertungen zu begünstigen.

Ein Grossteil der guten Nachrichten dürfte inzwischen an den Kapitalmärkten eingepreist sein, allerdings gibt es einige phantasievolle Überlegungen. Im IT Bereich zum Beispiel sind die Parallelen zu Ende 1999/Anfang 2000 kaum zu übersehen.

Neue Technologien sind aufregend und bereichernd. Doch die Gewinner der tiefgreifenden Auswirkungen, die das Internet mit sich brachte, waren nicht diejenigen, die am lautesten angepriesen wurden. Ebenso dürften sich die digitalen Währungen und die «Tokenisierung» anders auswirken, als die heutigen Verfechter vorhersagen.

Damals im Jahr 2000 sagten Kenner der Sachlage, dass das Internet der Knappheit ein Ende gesetzt hat. Heute heisst es, das einzige knappe Gut ist das, was online zur Verfügung gestellt wird. Knappheit alleine ist jedoch keine Garantie für Werthaltigkeit oder monetäre Nützlichkeit, insbesondere wenn sie teuer und umweltschädlich rein technologielastrig herbeigeführt wurde. Sie bietet auch nicht unbedingt einen Inflationsschutz.

Digitale Coins lassen sich besser teilen als Twains Eine-Million-Pfund-Banknote. So illiquide diese Banknote auch war, sie stellte eine wertvolle Sicherheit dar, denn ausserhalb von ihr waren viel mehr Geldscheine verfügbar, als in ihr gebunden waren. Wenn die digitalen Coins heute vorwiegend im Besitz einer Handvoll Menschen ist, welchen praktischen Nutzen können sie dann für alle anderen haben?

Ein Teil des digitalen Überschwangs muss auf die Aktienmärkte übergegriffen haben. Insgesamt sind die Aktienbewertungen zwar hoch, aber immer noch nicht abwegig. Die Unternehmensgewinne erholen sich schneller als die meisten Anleger erwarteten. Deshalb beruhen die Kursanstiege hauptsächlich auf Substanz, nicht auf «heisser Luft».

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: Mai 2021.
Stand der Daten: 6. Mai 2021.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Mehr Substanz als «heisse Luft»

Die Aktienkurse sind lange stark gestiegen. Ein Rückschlag wäre daher kaum eine Überraschung, doch unserer Einschätzung nach beruhte der Kursanstieg auf weniger Fantasie als befürchtet.

Die Unterstützung durch die tiefen Zinsen wird nachlassen, wenn die Zentralbanken einen strafferen geldpolitischen Kurs einschlagen. Und das werden sie – irgendwann. Der Anleihenmarkt wird sich dieses Ausblicks langsam bewusst. Den grösseren Beitrag zu den Aktienkursanstiegen dürfte jedoch der Aufwärtstrend der Unternehmensgewinne und Cashflows geleistet haben. Dieser Trend begleitet uns schon fast so lange wie die grosse Hausse bei Anleihen und könnte diese noch überdauern.

In den USA fiel der Gewinnrückgang 2020 geringer aus, als sich viele auf dem Tiefpunkt des COVID-19 bedingten Einbruchs vorgestellt hatten. Auch die Erholung ist nun stärker als von den meisten Anlegern erwartet – ebenso wie die parallele Konjunkturbelebung. Wenngleich die Unternehmensberichtssaison des ersten Quartals noch nicht abgeschlossen ist, ist schon jetzt klar, dass sie die Erwartungen deutlich übertreffen werden. Die Analysten revidieren ihren Ausgangspunkt für zukünftige Gewinne nach oben und werden allmählich auch ihren Ausblick für den Rest des Jahres 2021 – und 2022 – anheben.

Der meist verwendete Indikator für die US-Unternehmensgewinne ist die von S&P zusammengestellte Konsensschätzung des operativen Ergebnisses des S&P500, die in US-Dollar angegeben wird (berechnet aus der Marktkapitalisierung und einem Teiler für die Aktienanzahl). 2019 lag der Gewinn je Aktie für das Gesamtjahr auf dieser Basis bei USD 157. 2020 ging er um rund ein Drittel auf USD 122 zurück – doch Mitte des Jahres lagen die Schätzungen gerade einmal bei USD 110. Für 2021 wird derzeit ein Gewinn je Aktie von USD 184 erwartet – also ein Anstieg deutlich über das vor COVID-19 Niveau im Jahr 2019 – und für das Jahr 2022 wird ein Anstieg auf USD 206 prognostiziert.

Erholung der Unternehmensgewinne

S&P 500: Operatives Ergebnis je 12 Monatszeitraum (Analystenkonsens)



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

Zum Vergleich: Auf dem Tiefpunkt nach der globalen Finanzkrise lag das operative Ergebnis im dritten Quartal 2009 bei gerade einmal USD 40. Der zyklische Höchstpunkt der Unternehmensgewinne wurde vor der Finanzkrise im zweiten Quartal 2007 markiert als der Gewinn je Aktie bei USD 91 lag. Nehmen wir 2022 als neuen zyklischen Höchststand an, so ergibt sich daraus von Hochpunkt zu Hochpunkt eine Wachstumsrate der Unternehmensgewinne von 5% pro Jahr.

Der S&P 500 Index selbst ist von seinem Höchststand vor der Finanzkrise Ende 2007 bis heute mit einer durchschnittlichen Rate von 8% pro Jahr gewachsen (ohne Berücksichtigung von Dividenden). Das Gewinnwachstum ist also für mehr als die Hälfte des Indexanstiegs verantwortlich, während etwa 3% pro Jahr durch tiefere langfristige Zinsen «erklärt» werden können – was in der Tat möglich ist (selbst wenn risikobereinigte Zinssätze verwendet werden).

Wie bereits erwähnt, wird eine teilweise Trendwende hin zu höheren Zinssätzen die Aktienbewertungen belasten. Zumindest für eine gewisse Zeit werden aber steigende Zinssätze mit einem anhaltenden Gewinnwachstum einhergehen. Wenn dann schliesslich die nächste Rezession (und/oder eine Änderung der Unternehmensbesteuerung) kommt, könnte es zu einem vorübergehenden Gewinnrückgang kommen.

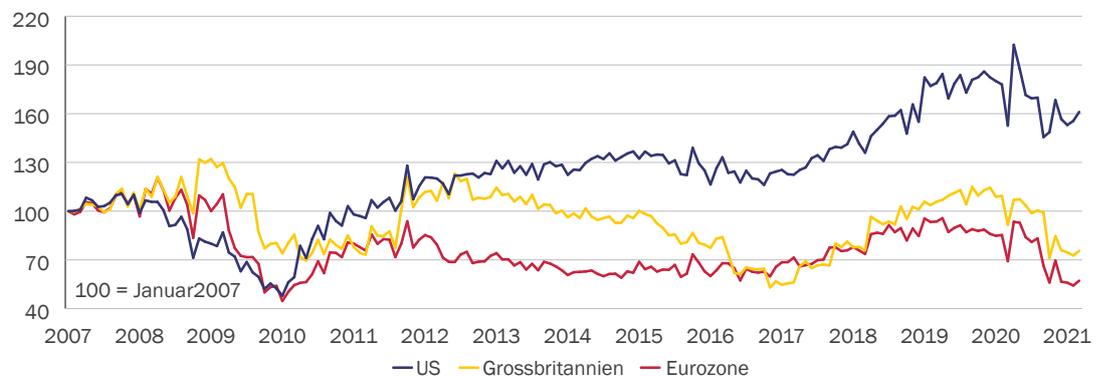
Das mag so klingen, dass wir erwarten, dass steigende Aktienkurse die Norm sind. Das tun wir in der Tat und das ist auch richtig so. Denn die Zinssätze mögen schwanken aber die Wirtschaft wächst tendenziell. Sofern die Bewertungen nicht eindeutig abwegig sind, ist davon auszugehen, dass die Gewinne – und die Aktienkurse – dem BIP nach oben folgen. Dieser Aufwärtstrend wird wahrscheinlich mehrfach unterbrochen werden, und diese Unterbrechungen können mitunter lang und entmutigend sein. Langfristig orientierte Anleger sollten sich jedoch auf einen weiter entfernten, freundlicheren Horizont fokussieren.

Es gibt auch einige Vorbehalte. Wir können nicht davon ausgehen, dass sich die Schätzungen der Analysten für 2022 bewahrheiten. Ein Teil der im Laufe des letzten Jahrzehnts steigenden Gewinns je Aktie ist auf eine reduzierte Aktienanzahl zurückzuführen – obwohl das Ausmass häufig übertrieben wird und Aktienrückkäufe weder neu noch ein schlechter Einsatz von Mitteln sind.

Wesentlich wichtiger ist, dass das Gewinnwachstum in den Industrieländern seit der globalen Finanzkrise sehr einseitig war, getragen von den USA mit ihrem stärkeren Umsatzwachstum und ihrem dynamischen Technologiesektor.

Einseitiges Gewinnwachstum

Gewinne der letzten 12 Monate, MSCI: USA, Grossbritannien, Eurozone (Indizes, Lokalwährungen)



Quelle: MSCI, Datastream, Rothschild & Co.

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

Die Eurozone und Grossbritannien fielen bei der Gewinnentwicklung deutlich zurück: Hier sind die Gewinne seit 2007 sogar gesunken. (Allerdings entfällt ein Grossteil des Nettorückgangs auf 2020 und ist wie in den USA dabei sich umzukehren: Die in der Grafik dargestellten Gewinne sind aus den MSCI-Indizes abgeleitete Ergebnisse, nur bis Ende März 2021). Es überrascht nicht, dass die Märkte der Eurozone und Grossbritanniens eine deutlich schlechtere Wertentwicklung verzeichneten.

Wenn die Entwicklung am Aktienmarkt etwas holpriger verläuft, ist dennoch zu beachten, dass ein Grossteil der Aktienkursgewinne am grössten Markt nicht nur auf blosser Einbildungskraft, sondern auf geprüften Gewinnanstiegen beruhte.

Kevin Gardiner – 30. April

Asiatische Schwellenländer überholt?

Was ist passiert?

Die Aktienmärkte asiatischer Schwellenländer sind von ihren Hochs Mitte Februar gefallen, während der breitere globale Aktienmarkt gestiegen ist. Woran liegt das?

Zur Beantwortung dieser Frage ist es nützlich, die Entwicklung ins richtige Verhältnis zu setzen. Der asiatische Aktienmarkt hat seit Ende 2019 eine Netto-Outperformance erzielt. Die jüngste Trendwende spiegelt im Wesentlichen einen der regelmässigen Versuche der Behörden vor Ort wider, die Aktienkurse in China (etwa zwei Drittel des regionalen MSCI-Index) zu stützen. In einer besonders volatilen Phase stieg der Index 2014 und Anfang 2015 an, bevor er Anfang 2016 um zwei Fünftel fiel.

Nachdem die chinesischen Behörden die Anleger Anfang 2020 – vielleicht zu erfolgreich – beruhigt hatten, warnten sie in jüngster Zeit vor Überschwang und signalisierten eine restriktivere Kreditvergabe. Auch damit waren sie vielleicht zu erfolgreich. Der MSCI China übertraf 2020 sogar den US-Aktienmarkt. Seit seinem Höchststand im Februar ist er jedoch um ein Fünftel gefallen, während der S&P 500 neue Hochs erreichte – wobei die Behörden laut Berichten bei einigen besonders starken Verkaufswellen im März erneut stützend eingriffen.

Südkorea und Taiwan, die den Grossteil der übrigen Gewichtung der Region im MSCI Index ausmachen, entwickelten sich 2021 bisher recht gut und dämpften den Einbruch Chinas. (Der andere grosse Markt der Gruppe, Indien, hat wegen der hohen COVID-19-Infektionen mit Problemen zu kämpfen, hat sich aber nicht so stark abgeschwächt wie China. Hongkong und Singapur befinden sich ebenfalls in der Region, gelten aber als Industrieländer.)

Wir haben die Aktienmärkte der asiatischen Schwellenländer und darunter China trotz – und nicht wegen – der wiederholten Eingriffe der chinesischen Behörden bevorzugt. Selbst die Kommunistische Partei Chinas kann nicht für eine reibungslose Aufwärtsentwicklung sorgen, die sie sich vielleicht als besten Widerhall des steigenden kollektiven Wohlstands vorstellt. Ihr fehlgeleitetes Streben nach einer «langsamen Hausse» könnte ein Zeichen für einen Rest an Vorsicht im Hinblick auf die animalischen Geistern der Märkte sein (nicht dass die westlichen Regierungen in letzter Zeit die Volatilität der Märkte geradezu begrüsst hätten). Solche Massnahmen können nach hinten losgehen.

Taktischer (kurzfristiger) Ausblick

Die asiatischen Schwellenländer waren als erste von den Eindämmungsmassnahmen gegen COVID-19 betroffen und erholten sich auch als erste wieder. China, Südkorea und Taiwan sind alle bedeutende Exporteure in die USA, deren eigene Wirtschaft sich ebenfalls schnell wieder erholte. Die starke Exporttätigkeit aus diesen Ländern erklärt, warum der Welthandel boomt.

Die Aktienbewertungen sind unterdessen zurückgegangen, da die Märkte insgesamt eine Underperformance erzielten. Verglichen mit ihrer eigenen Entwicklung sind die Aktienmärkte immer noch relativ teuer, aber günstiger als der Rest des Weltmarktes – vor allem, wenn man bedenkt, dass ihre Erholung sich in ihrer relativen Rentabilität erst noch niederschlagen muss.

Allerdings sind behördliche Eingriffe nicht der einzige kurzfristige Gegenwind. Als Rohstoffimporteur – was gewöhnlich ein Vorteil ist – erleidet die Region wegen der höheren Metall- und Energiepreise Einbussen.

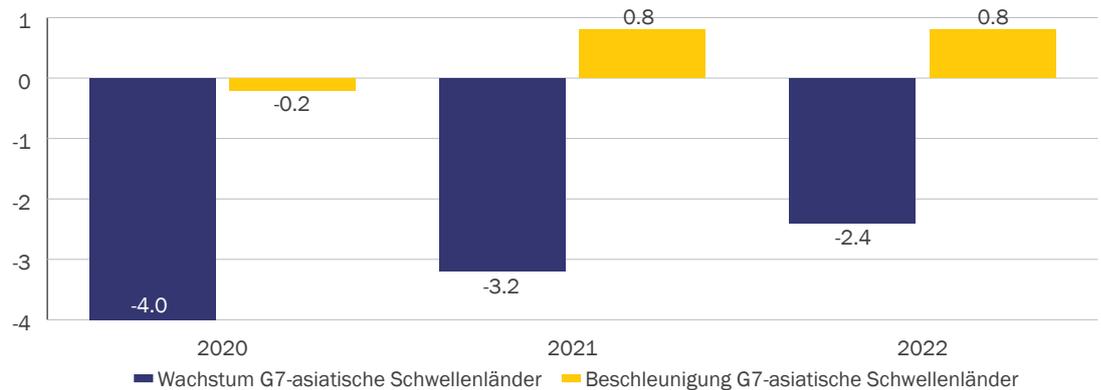
Auch die geopolitischen Spannungen bestehen nach wie vor. Biden agiert diplomatischer als Trump, doch die Handelsbedrohungen sind noch nicht ausgeräumt. Wir haben hier schon oft angemerkt, dass China die am stärksten geschützte grosse Volkswirtschaft ist und sich im Klaren darüber ist, dass der Westen einige berechnete Beschwerden hat. Doch Präsident Xi hat es mit tiefgreifenderen Strukturreformen nicht eilig. Inzwischen haben sich die Unruhen in Hongkong etwas gelegt, das Problem ist aber bei weitem nicht gelöst.

Noch wichtiger ist vielleicht, dass China seinen Anspruch auf Taiwan niemals aufgeben wird. Die Spannungen um das Land haben in letzter Zeit wieder zugenommen. Ein frühzeitiger oder dramatischer Ausgang ist aber vielleicht nicht unausweichlich oder sogar wahrscheinlich. Spannungen in der Region sind nichts Neues. Ich habe ein Buch (*Dragon Strike*), in dem ein sehr plausibler regionaler Konflikt fiktional dargestellt wird. Unter anderem kommt es zu einer Invasion von Taiwan. Es wurde bereits 1997 veröffentlicht.

Abseits solcher dramatischer Entwicklungen könnte sich der taktische Fokus der Anleger über die unmittelbar bevorstehende Konjunkturerholung hinaus auf die nachlassenden Wachstumsraten richten, wenn die lokalen Basiseffekte sich verstärken. Der Enthusiasmus könnte sich auf andere Regionen verlagern.

G7-Volkswirtschaften mit grösster Wachstumsbeschleunigung

BIP-Wachstum und -Beschleunigung: G7-Volkswirtschaften – asiatische Schwellenländer (Prozentpunkte)



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

In der Grafik sind die Prognosen des IWF für die G7-Industrieländer und die asiatischen Schwellenländer dargestellt. Insbesondere zeigt sie die Differenz der Wachstumsraten der beiden Gruppen (dunkelblaue Balken) und die Differenz in den Veränderungen der Wachstumsraten (gelbe Balken). Die G7-Länder wachsen weniger, das Wachstumstempo beschleunigt sich aber 2021 und 2022 stärker – die Höchstgeschwindigkeit ist tiefer, aber dafür vielleicht das Drehmoment höher.

Strategischer (längerfristiger) Ausblick

Auf längere Sicht sind die Argumente für Investitionen in die asiatischen Schwellenländer nach wie vor überzeugend. Ein Grossteil der Weltbevölkerung lebt dort, aber der grösste Teil der Weltwirtschaft und insbesondere die Kapitalmärkte sind (noch) nicht dort angesiedelt.

Das dürfte sich aber irgendwann ändern. Da die Grenzen für Ideen und Kapital offen sind und die Menschen auf der ganzen Welt ähnliche Bestrebungen und Fähigkeiten haben, wird sich der Schwerpunkt des weltweiten BIP und der Marktkapitalisierung in Zukunft nach Osten verlagern.

Eine weitere Globalisierung ist vielleicht nicht unbedingt notwendig (wenngleich wir dies für wahrscheinlich halten – bis zu einem gewissen Grad: Ein grosser Teil der Geschäfte wird immer vor Ort abgewickelt werden müssen). Sofern Autarkie und Kollektivismus nicht weltweit zunehmen, werden sich Gesamteinkommen und Vermögen langsam an die Bevölkerungen angleichen (und im Zuge dessen werden sich die globalen Ungleichheiten weiter verringern).

Darüber hinaus profitieren die asiatischen Schwellenländer von relativ diversifizierten Volkswirtschaften, stabilen (wenn auch aus Sicht des Westens zuweilen unattraktiven) Regierungen und recht soliden Finanzen (eine Lehre aus der regionalen Krise von 1997: Die Staatsverschuldung ist gering, die Devisenreserven sind hoch und die Leistungsbilanzen weisen in vielen Fällen einen Überschuss auf).

Dennoch gilt es, einige schwierige langfristige Entwicklungen erfolgreich zu umschiffen. Die Handelsspannungen und Taiwan sind nicht die einzigen Probleme. Es bleibt erst noch abzuwarten, wie China mit der Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen, den aufgeblähten Bilanzen seiner staatseigenen Unternehmen und der weiteren Liberalisierung seiner Binnenwirtschaft umgehen wird. In Indien sind die Reform und Entwicklung der Landwirtschaft, des Vertriebs- und des Bankensektors wichtige Themen. Langfristig erkennen wir jedoch noch viel Potenzial für die Aktienmärkte.

Kevin Gardiner – 30. April

Value-Aktien – Ein lang erwarteter Wendepunkt?

2020 war das Jahr der Wachstumsaktie. Im Nachhinein scheint es offensichtlich: Tiefere Zinsen und zunehmende Online-Aktivitäten erwiesen sich als Segen für die Unternehmen mit den besten (wahrgenommenen) langfristigen Wachstumsaussichten. Trotz der in den Vorjahren bereits starken Entwicklung erzielten sie ihre beste relative Rendite seit einem halben Jahrhundert.

Schwingt nun das Pendel allmählich in die andere Richtung?

2021 könnte endlich die lang erwartete Wende für Value-Aktien bringen und die 13 Jahre andauernden Erfolgsserie von Wachstumstiteln ein Ende setzen. Im gerade abgelaufenen Quartal verzeichneten Value-Aktien die beste relative Rendite seit zwei Jahrzehnten.

Eine gewisse Skepsis ist verständlich: Diese Substanztitel sind vielleicht aus gutem Grund günstig, herkömmliche Bewertungskennzahlen können irreführend sein und allzu leichte Gewinne liegen womöglich schon in der Vergangenheit. Vielleicht am wichtigsten ist, dass die Leitzinsen tief bleiben und Aktien mit langer Duration weiter Unterstützung bieten.

Was steckt in einer Definition?

Seit Benjamin Graham «Value Investing» – den Kauf von Aktien mit Abschlag zu ihrem inneren Wert – in den 1950er populär machte, ist es zum Grundpfeiler vieler Anlagephilosophien geworden. Und das aus gutem Grund: Value-Aktien haben sich auf sehr lange Sicht überdurchschnittlich entwickelt. Einer der vielen Anhänger von Grahams Theorie ist Warren Buffett.

Der traditionelle Ansatz definiert «Value»- und «Growth»-Aktien anhand ihres Kurs-Buchwert-Verhältnisses. So gesehen ist die Spanne zwischen dem Value- und dem Wachstumssegment so gross wie seit zwei Jahrzehnten nicht mehr. Aus anderen Bewertungskennzahlen ergibt sich ein ähnliches Bild.

Absolut gesehen scheint diese Verschiebung eher darauf zurückzuführen zu sein, dass Wachstumstitel teuer sind, als dass Value-Aktien ungewöhnlich günstig sind. Energie, ein wichtiger Value-Sektor, verzeichnete allerdings im März des vergangenen Jahres, eine starke Underperformance. Derzeit ist er der einzige Sektor, in dem die Kurse noch unter dem Niveau vor der Pandemie liegen – obwohl der Ölpreis sich nicht nur erholt, sondern auch über das Vorkrisenniveau hinaus gestiegen ist. Der Ölsektor könnte günstig bleiben, da strukturelle und zyklische Merkmale zweifellos eine Rolle spielen – insbesondere ESG-Fragen und das allmähliche Ende des Ölzeitalters.

Der Wachstumssektor Technologie übertraf unterdessen während der Marktturbulenzen im vergangenen Jahr selbst defensive Sektoren und dann bei seinem Anstieg die meisten zyklischen Aktien. Technologietitel sind so teuer wie zuletzt in den frühen 2000er Jahren (wenngleich sie immer noch unter dem irrationalen Niveau von 2000 liegen).

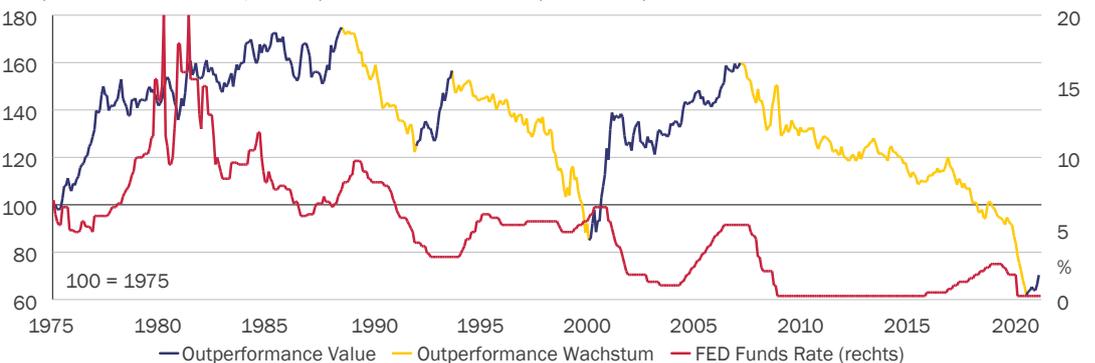
Zinsdebatte

Die zusätzliche Entschlossenheit der Zentralbanken, die Zinsen «längere Zeit niedrig» zu halten, war in jüngster Zeit vielleicht der offensichtlichste Einflussfaktor auf die Debatte über «Value» und «Growth».

Aktien sind wohl die Anlageklasse mit der längsten Duration: Sie können als ewige Anleihen angesehen werden – zwar riskant, aber mit einem wachsenden Dividendencoupon. Der Cashflow von Wachstumsunternehmen liegt am weitesten in der Zukunft, und sie reagieren potenziell empfindlicher auf eine Normalisierung der Zinssätze.

Wendepunkt bei Value-Aktien?

Value-/Wachstumsaktien USA, Indizes (relative Renditen US-Value-/Wachstum)



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

Der Grund für die Annahme, dass wir auf einen Wendepunkt zusteuern, ist die Wirkung des aktuell kräftigen Wirtschaftswachstums auf die erwarteten Zinssätze im Kontext der hohen Bewertungen von Wachstumsaktien. Die Zentralbanken werden die Leitzinsen voraussichtlich noch eine Weile unverändert lassen, aber die Anleihenmärkte antizipieren einen möglichen Zinsanstieg.

Viele Value-Aktien sind stark an den Konjunkturzyklus gebunden. Ihre Gewinne erholen sich zügig. Sollte es zu einer schnelleren Normalisierung der Zinsen kommen, als die Zentralbanken signalisieren (was wir für wahrscheinlich halten), dann könnten Value-Titel längerfristig weiteren Auftrieb erhalten. Deshalb spricht mittlerweile nicht mehr alles für Wachstumstitel.

Kevin Gardiner – 9. April



6 Minuten
Lesezeit

Ein Feuerwerk am Horizont

Wir brechen mit einer Gewohnheit: eine kurzfristige «Prognose» ...

Normalerweise geben wir keine Wirtschaftsprognosen ab.

Das heisst nicht, dass wir keine Ansichten über die Zukunft haben. Ohne sie könnten wir keine Anlageberatung anbieten. Da wir langfristig orientierte Anleger sind, sind diese Ansichten sehr breit gefasst.

So gehen wir beispielsweise davon aus, dass Volkswirtschaften häufiger wachsen als zu schrumpfen. Wir nehmen auch an, dass die Zinsen und Wertpapierbewertungen sich irgendwann normalisieren werden, wobei unsere Definition von «normal» Veränderungen unterworfen sein kann. Diese Ansichten erscheinen vielleicht etwas vage, doch wenn sie selbstbewusst vorgetragenen, detaillierten Versionen der Apokalypse gegenübergestellt werden, können sie erstaunlich nützlich sein.

Gelegentlich sind wir aber auch zuversichtlich (oder voreilig) genug, um genauere Aussagen über die Zukunft zu treffen. Jetzt ist einer dieser Momente gekommen (obwohl wir immer noch keine Zahlen nennen).

Eine Möglichkeit, die wir hier häufig erörtert haben, festigt sich und wird zur Wahrscheinlichkeit. Das Wirtschaftswachstum im Westen wird aller Voraussicht nach eine Weile lang deutlich über dem Trend liegen, nachdem der durch die Eindämmung der Pandemie verlorene Boden bereits wieder gutgemacht wurde. Dieses Wachstum wird weniger einer Erholung gleichen, sondern mehr Dynamik entfalten.

Nach einer Reihe bemerkenswerter Konjunkturdaten und der Bestätigung der bevorstehenden Auszahlung eines weiteren massiven US-Konjunkturpakets (USD 2 Bio. entsprechen rund einem Zehntel des US-BIP) fühlen wir uns zuversichtlich genug, um diese kurzfristige «Prognose» abzugeben.

Darüber hinaus erklären die Zentralbanken weiterhin, dass sie auf absehbare Zeit nicht vorhaben, der Party den «geldpolitischen Schmierstoff» zu entziehen. Vielmehr gehen sie davon aus, dass sie die Leitzinsen weiter niedrig halten werden. Die Europäische Zentralbank (EZB) versucht sogar den Anstieg der Anleihenrenditen zu verhindern, der in Erwartung einer Zinsanhebung begonnen hat. Die Zentralbanken tun also alles dafür, dass der Konsum und die Investitionen wieder auf Hochtouren laufen.

Die Daten zur US-Wirtschaft umfassten zuletzt einige bemerkenswert optimistische Konjunkturumfragen. Im ersten Quartal hätte das US-BIP das Vorkrisenniveau problemlos wieder erreicht, wenn der Abbau der Lagerbestände es nicht ausgebremst hätte – was aber nun den Weg zu einem stärkeren zweiten Quartal ebnet.

Die Eurozone und Grossbritannien starteten robuster ins Jahr als nach den verschärften COVID-19-Beschränkungen befürchtet wurde. In die Zukunft gerichtete Umfragedaten deuten darauf hin, dass auch hier das Wachstum im zweiten Quartal zulegen wird.

Es ist lange her, dass die Daten sowohl in den USA als auch in Europa ein so eindeutig kräftiges Wachstum signalisierten. Wir haben Bedenken wegen der unnötig grosszügigen Politik und stellen uns auf eine höhere Inflation ein. Dennoch sind selbst in der US-Wirtschaft vorerst noch genügend freie Kapazitäten vorhanden, sodass die steigende Nachfrage weitgehend durch die Produktion und nicht durch Inflation gedeckt werden kann. So oder so ist bei den Unternehmensgewinnen mit weiteren Aufwärtskorrekturen zu rechnen.

... und eine mittelfristige Klarstellung

Auch der Internationale Währungsfonds (IWF) hob zuletzt seine Schätzungen für das Wachstum im Jahr 2021 an. Sie können darauf wetten, dass dies nicht die letzte Aufwärtskorrektur sein wird. Es ist sogar unwahrscheinlich, dass es die letzte Aufwärtskorrektur des IWF sein wird.

Nach einem Rückgang von 3% im Jahr 2020 geht der IWF nun von einem Anstieg des realen weltweiten BIP um 6% im laufenden Jahr aus, verglichen mit 5.5% im Januar und 5.2% im Oktober 2020. Irgendwann – wahrscheinlich noch in der ersten Jahreshälfte – wird das weltweite BIP erst wieder sein Vorkrisenniveau erreichen und es dann überschreiten. Damit wird sich bestätigen, dass der Abschwung äusserst abrupt, aber kurz war. Der IWF prognostizierte zwar schon immer eine relativ rasche Erholung, erwartete aber im Juni 2020 einen grösseren Rückgang (-4.9%).

Dass noch Spielraum für weitere Aufwärtskorrekturen besteht, signalisieren die moderaten Revisionen und die Prognose des IWF, dass keines der bedeutenden Industrieländer vor 2024 wieder die Prognosen von vor der Krise erreichen wird.

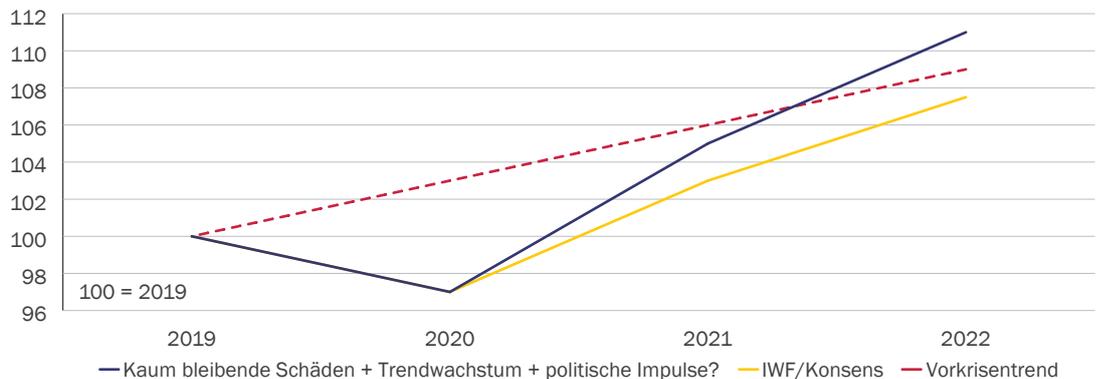
Möglicherweise übersieht der IWF die realistische Möglichkeit, dass das Wachstum der Weltwirtschaft nicht nur zu früheren Niveaus oder Trendlinien aufschliessen, sondern eine gewisse Zeit lang deutlich darüber hinaus gehen könnte, wodurch implizit die verlorene Produktion, der kumulative Fehlbetrag zwischen Trendlinie und produzierter Menge, ganz oder teilweise «wettgemacht» wird. Wir haben hier bereits darauf hingewiesen, dass die Annahmen des britischen Office for Budgetary Responsibility für Grossbritannien ähnlich einfalllos waren.

So gesehen könnte sich der bevorstehende Wachstumsschub als Teil einer länger andauernden Phase ungewöhnlich schnellen Wachstums erweisen.

Konsenseinschätzungen wie diejenige des IWF befürchten verständlicherweise, dass der Abschwung bleibende Schäden angerichtet hat – dass Produktionsvermögen und Fähigkeiten von Arbeitskräften durch Unternehmenspleiten und Bildungsdefizite effektiv verloren gegangen sein könnten. Doch was ist, wenn der Kapazitätsverlust gar nicht so gross ist? Was, wenn Unternehmen wieder öffnen und sich anpassen und die Beschäftigungszahlen sich schneller als befürchtet wieder verbessern?

Ein stilisiertes Aufholscenario für das weltweite BIP

Trendlinie, Konsens und Aufholprognosen



Quelle: IWF, Rothschild & Co.

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

Die Grafik zeigt ein potenzielles Aufholscenario. Das Trendwachstum der weltweiten Produktionskapazitäten, dargestellt durch die gestrichelte Linie, wurde möglicherweise nicht stark beeinflusst. Doch die Geld- und (vor allem) die Fiskalpolitik sind jetzt deutlich expansiver als zuvor – und das könnte uns über den Vorkrisentrend hinausführen, zumindest für eine gewisse Zeit. Die politischen Impulse, die es sonst nicht gegeben hätte, könnten den Start bereiten, die Lücke zu schliessen.

Ökonomen würden sagen, dass die «Produktionslücke» an dieser Stelle schrumpft: Das BIP liegt über dem Trend, daher das bereits erwähnte Inflationsrisiko.

Was bedeutet das für die Anleger?

Natürlich hängen die Auswirkungen all dieser Einflussfaktoren auf ein Portfolio immer noch von unvorhersehbaren Umständen ab. Die richtige Einschätzung, dass die Weltwirtschaft im Jahr 2020 dramatisch einbrechen würde, hat Anleger vielleicht dazu gebracht, Investitionen in Unternehmen zu meiden – fälschlicherweise, wie sich herausstellte. Gleichermassen ist der sich jetzt abzeichnende Wachstumsschub (ebenso wie die Unternehmensgewinne) keine Garantie dafür, dass die Aktienkurse durchgehend steigen werden.

Im vergangenen Jahr entwickelten sich Aktien jedoch erfreulich – wohl auch, weil die Politik schnell reagierte. Diese Unterstützung wird zumindest 2021 noch nicht rückgängig gemacht werden, und die Umstände könnten Aktien noch eine Weile begünstigen. Wir bevorzugen Aktien gegenüber anderen Anlageklassen, insbesondere Anleihen – und zwar noch mehr als zuvor.

Kevin Gardiner – 8. April



5 Minuten
Lesezeit

Digitales Geld setzt sich durch

Private Kryptowährungen – inoffizielle digitale Währungen, die sich auf sichere kryptografische Technologie stützen – könnten eine der aufregendsten finanziellen Innovationen des letzten Jahrzehnts sein. Die Distributed-Ledger-Technologie (DLT) und die Kryptografie, die das Fundament für Bitcoin, Ethereum und ähnliche Kryptowährungen bilden, sind digital, sicher und privat. Trotz dieser Eigenschaften sind sie nicht zwangsläufig sinnvolle Anlagen.

Nicht nur private Währungen – deren Zahl angeblich in die Tausende geht – gewinnen an Dynamik: Auch digitales Zentralbankgeld hat das Potenzial, Zahlungssysteme zu revolutionieren und den Niedergang von Papiergeld zu beschleunigen.

Ende 2019 schätzte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, dass fast vier Fünftel der Währungsbehörden virtuelle Währungen dieser Art in Erwägung ziehen, wobei einige das Stadium einer Pilotstudie erreicht haben. Zu den bedeutendsten zählt Chinas offizielle digitale Währung DCEP. Sie ist vielleicht am weitesten entwickelt und wurde bereits in vielen Grossstädten eingeführt. Die Europäische Zentralbank wird voraussichtlich Mitte 2021 über einen digitalen Euro entscheiden, und die Bank of Japan beginnt womöglich noch in diesem Jahr, einen digitalen Yen zu testen. Auch die Bank of England und das britische Finanzministerium haben gerade die Einrichtung einer Taskforce angekündigt, um die Möglichkeiten zu prüfen.

Traditionell schaffen nur Zentralbanken Geld in Form von Banknoten, Münzen und – in erheblich grösserem Umfang – elektronischen Konten. So macht physisches Geld nur etwas mehr als ein Drittel der US-Geldbasis aus: Der Rest existiert bereits in digitaler Form als Einlagen der Geschäftsbanken («Reserven») bei der Zentralbank. Die Geschäftsbanken können wiederum mehr Geld schaffen, indem sie Kredite über diese Reserven hinaus vergeben (Modell des «Mindestreserve-Systems» und des «Geldmengmultiplikators»). Das neue Geld existiert in elektronischer Form auf den Konten des Bankensystems.

Digitales Zentralbankgeld könnte das bestehende Modell entscheidend verändern, indem der breiten Öffentlichkeit ein digitales Zahlungsmittel angeboten wird. Eine solche digitale Währung wäre parallel zu bestehenden Zahlungsmitteln im Verkehr.

Das Unterscheidungsmerkmal ist die Infrastruktur: Wenn auch die meisten Transaktionen bereits digital erfasst werden, erfordert das aktuelle System, dass Geschäftsbanken diese Kontobewegungen in ihren Büchern aufzeichnen und abgleichen. Beim digitalen Zentralbankgeld entfällt die Notwendigkeit von Banken als Intermediäre.

Von Zentralbanken validierte virtuelle Währungen bieten einige offensichtliche Vorteile:

- geringere Kosten im Zusammenhang mit der Verwaltung von Bargeld;
- einfachere Abwicklung und sofortige Verrechnung;

- bessere finanzielle Integration von Haushalten ohne Bankverbindung;
- mehr Stabilität für das Zahlungssystem, da Grossbanken an Bedeutung verlieren; und
- ein besserer geldpolitischer Transmissionsmechanismus, wenn die Einlagensätze zu politischen Instrumenten werden.

Es gibt jedoch auch einige Herausforderungen. Werden Banken einen Teil ihrer Daseinsberechtigung verlieren? Würden Kredite enger an Einlagen gekoppelt sein, was zu einer geringeren Geldmenge und einer eingeschränkten Kreditschöpfung führen würde?

Zwischen den «inoffiziellen» digitalen Währungen und den «offiziellen» Versionen der Zentralbanken wird es einige merkbare Unterschiede geben. Digitales Zentralbankgeld, das ein dezentrales Kontenbuch verwendet, wäre auf ein sogenanntes privates Netzwerk angewiesen, während die meisten Kryptowährungen, darunter Bitcoin, ein öffentliches oder «genehmigungsfreies» Buch – den Distributed Ledger – verwendet.

Solche privaten Bücher werden gewöhnlich von einer bestimmten Gruppe, etwa von mehreren Banken oder Mitgliedern desselben Netzwerks, geprüft. Vor allem aber wird bei diesen digitalen Währungen kein «Mining» durchgeführt: Sie stützen sich nicht auf das Proof-of-Work-Modell, das öffentliche Teilnehmer («Miner») für die Validierung einer Transaktion belohnt. Dadurch entfällt der verschwenderische Energiekonsum, der gewöhnlich mit Bitcoin und anderen öffentlichen Netzwerken verbunden ist.

Ganz offensichtlich stellt sich die Frage, ob die Attraktivität neuer inoffizieller Währungen durch eine «offizielle» digitale Währung untergraben würde. Das ist davon abhängig, wie diese Option wahrgenommen wird.

Nach der traditionellen Auffassung hat «Geld» drei Funktionen: als Zahlungsmittel, als Rechnungseinheit und als Wertaufbewahrungsmittel.

Wer zum Beispiel Bitcoin kauft und erwartet, dass die Währung ein nützliches Zahlungsmittel oder eine Rechnungseinheit ist, könnte enttäuscht werden. Die Akzeptanz von Bitcoin wird aufgrund der heftigen Volatilität und der holprigen Transaktionszeiten begrenzt bleiben.

Die meisten Käufer betrachten Bitcoin vermutlich nicht als Wertaufbewahrungsmittel, sondern kaufen in der Erwartung, dass der Wert noch weiter steigt.

Andere wiederum halten es für weniger wahrscheinlich, dass privates Geld in Massen geschaffen wird (ungeachtet der Tausenden von privaten Währungen die es bereits gibt). In einer potenziell inflationären Welt vertrauen sie eher auf Bitcoin als Wertaufbewahrungsmittel statt auf offizielles Geld (obwohl es noch keine Erfahrungswerte mit Inflation gibt).

Diesen Inhabern von Bitcoin kann digitales Zentralbankgeld – als weiteres «offizielles» Geld, das Regierungen und Zentralbanken schaffen können, wenn sie es für richtig halten – niemals das bieten, was sie als die wichtigsten Eigenschaften privater digitaler Währungen ansehen: ihre Knappheit und ihre Unabhängigkeit von den Behörden.

So soll DCEP in China beispielsweise dazu beitragen, ärmere Bevölkerungsschichten auf dem Land, die bisher noch keine Bankverbindung hatten, besser zu integrieren. Das ist fast ein Fünftel der chinesischen Bevölkerung. Doch das autoritäre Regierungssystem in Peking und sein Bestreben, der digitalen Dominanz von Tencent und Alibaba Grenzen zu setzen, darf nicht übersehen werden. Manche behaupten, dass DCEP eine neue Form potenzieller Überwachung ist.

So ist in Bezug auf digitales Zentralbankgeld das letzte Wort noch nicht gesprochen. Wie es letztlich aussehen und welche Wirkung es entfalten wird, dürfte von Land zu Land unterschiedlich sein. Allerdings bleibt auch noch abzuwarten, ob die heutigen inoffiziellen, privaten Formen von Geld wie Bitcoin sich letztendlich zu glaubwürdigen Wertaufbewahrungsmitteln entwickeln werden. Es wäre eine Ironie, vielleicht jedoch keine Überraschung, wenn die meisten privaten Kryptowährungen von neuen Formen offiziellen Geldes überlebt würden, die ohne die Vorreiterrolle von Bitcoin wohl nicht existieren würden.

Victor Balfour – 23. April

Nicht fungible Token

«Im Auktionshaus Christie's wurde ein rein digitales Kunstwerk für stolze USD 69 Mio. (GBP 50 Mio.) verkauft. Der Bieter, der den Zuschlag erhielt, bekommt jedoch weder eine Skulptur noch ein Gemälde oder einen Druck. Stattdessen erhält er ein einzigartiges digitales Token, das als NFT bezeichnet wird.»

BBC 2021

Bitcoin ist eine digitale Währung. Nicht fungible Token (NFT) sind effektiv digitale Sammlerstücke.

Fungibilität bedeutet, dass zwei Güter austauschbar sind. Geld ist in analoger und digitaler Form fungibel: Man kann eine Einheit gegen eine andere tauschen und erhält genau das Gleiche. Nicht fungible Token sind einzigartig.

Der jüngste Hype um NFTs rührt von ihrem Einsatz in der Kunstwelt her. Ein NFT bietet dem Käufer einen Eigentumsnachweis, der auf einem einzigartigen Token im Ethereum-Blockchain-Ledger basiert. Jeder Token ist einzigartig, das Kunstwerk selbst kann aber repliziert werden. Wie bei allem Digitalen können genaue Kopien desselben Kunstwerks hergestellt und verteilt werden. Das Werk aber, auf das sich das NFT bezieht, ist das «Original». Folglich leitet sich der Wert eines NFT von dem Objekt ab, dessen Besitz es bescheinigt.

Der höchste Betrag, den jemand bisher für ein Token bezahlt hat, ist USD 69 Mio.: ein digitales Kunstwerk, das bei Christie's versteigert wurde. Das ist der dritthöchste Verkaufspreis, der je bei der Auktion des Werks eines noch lebenden Künstlers erzielt wurde. Doch der Käufer erhielt diesmal weder das Kunstwerk selbst noch Urheber- oder Vervielfältigungsrechte, sondern lediglich eine Bescheinigung über die Authentizität des Kunstwerks.

NFTs werden nicht nur in der Kunstwelt verwendet. Jack Dorseys erster Tweet aus dem Jahr 2006 wurde im März für USD 2,9 Mio. als NFT verkauft, und auch Musikaufnahmen wurden an NFTs gebunden: Je beliebter sie werden, desto mehr scheinen verschiedene Formen digitaler Medien mit ihnen gekoppelt zu werden. Im ersten Quartal 2021 wurden NFTs im Wert von mehr als USD 2 Mrd. verkauft – ein deutlicher Anstieg gegenüber den USD 93 Mio., die zwischen Oktober und Dezember 2020 veräußert wurden. Die Daten sind allerdings zwangsläufig lückenhaft, und es gibt keine Aufsichtsbehörden. Absolut gesehen ist diese Zahl hoch, im Vergleich zu Kryptowährungen jedoch winzig und im weiteren Anlageuniversum unbedeutend.

Obwohl sie als «Aufspringen auf den digitalen Zug» anmuten, sind NFTs nicht unbedingt «schlecht». Sie sind unzerstörbar, leicht überprüfbar und bieten den Urhebern digitaler Medien eine Plattform – vielleicht eine Möglichkeit, ihre Arbeit digital zu «signieren». Dadurch könnten sie einen Markt eröffnen, der sonst vielleicht nicht existiert hätte. Da NFTs selbst aber nur so wertvoll sind wie die Gegenstände mit denen sie verbunden sind, stellen sie keine eigenständigen «Vermögenswerte» dar. Digitale Sammlerstücke sind nicht mehr (oder weniger) attraktiv als andere Sammlerstücke, die aufgrund ihrer mangelnden Liquidität und «Dauerhaftigkeit» eigentlich nicht in herkömmliche Anlageportfolios gehören. Vor allem ist die Bewertung von Sammlerstücken – ob digital oder anderweitig – noch schwieriger als bei herkömmlichen Vermögenswerten wie Aktien, Anleihen und Immobilien.

Charlie Hines – 28. April

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

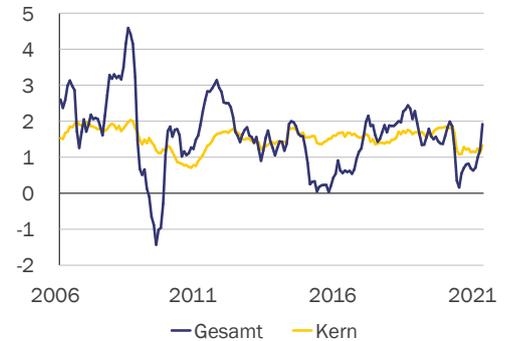
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



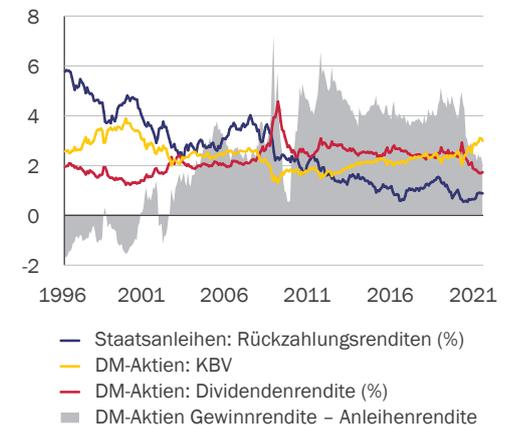
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	-5.5	18.3
10-J.-US-Gilt	0.8	-4.1	8.3
10-J.-Bundesanleihen	-0.2	-2.7	6.6
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.2	-2.0	2.4
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.1	-0.8	0.7
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.1	0.1	14.3
Globale Anl.: Hochzins (USD)	4.4	20.0	18.7
EM (USD)	3.9	12.2	17.9

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	1.8	66.2	42.6
DM	1.7	66.6	44.4
EM	1.9	63.2	28.9
US	1.4	76.9	58.0
Eurozone	2.0	53.8	19.6
GB	3.6	31.0	6.1
Schweiz	2.8	28.8	36.5
Japan	1.9	59.4	25.6

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	106	-8.2	3.1
Euro (EUR)	131	4.0	4.3
Yen (JPY)	90	-8.8	2.0
Pfund (GBP)	81	2.4	3.2
Schweizer Franken (CHF)	165	-1.4	11.1
Chin. Yuan (CNY)	137	3.9	0.3

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
6. 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.