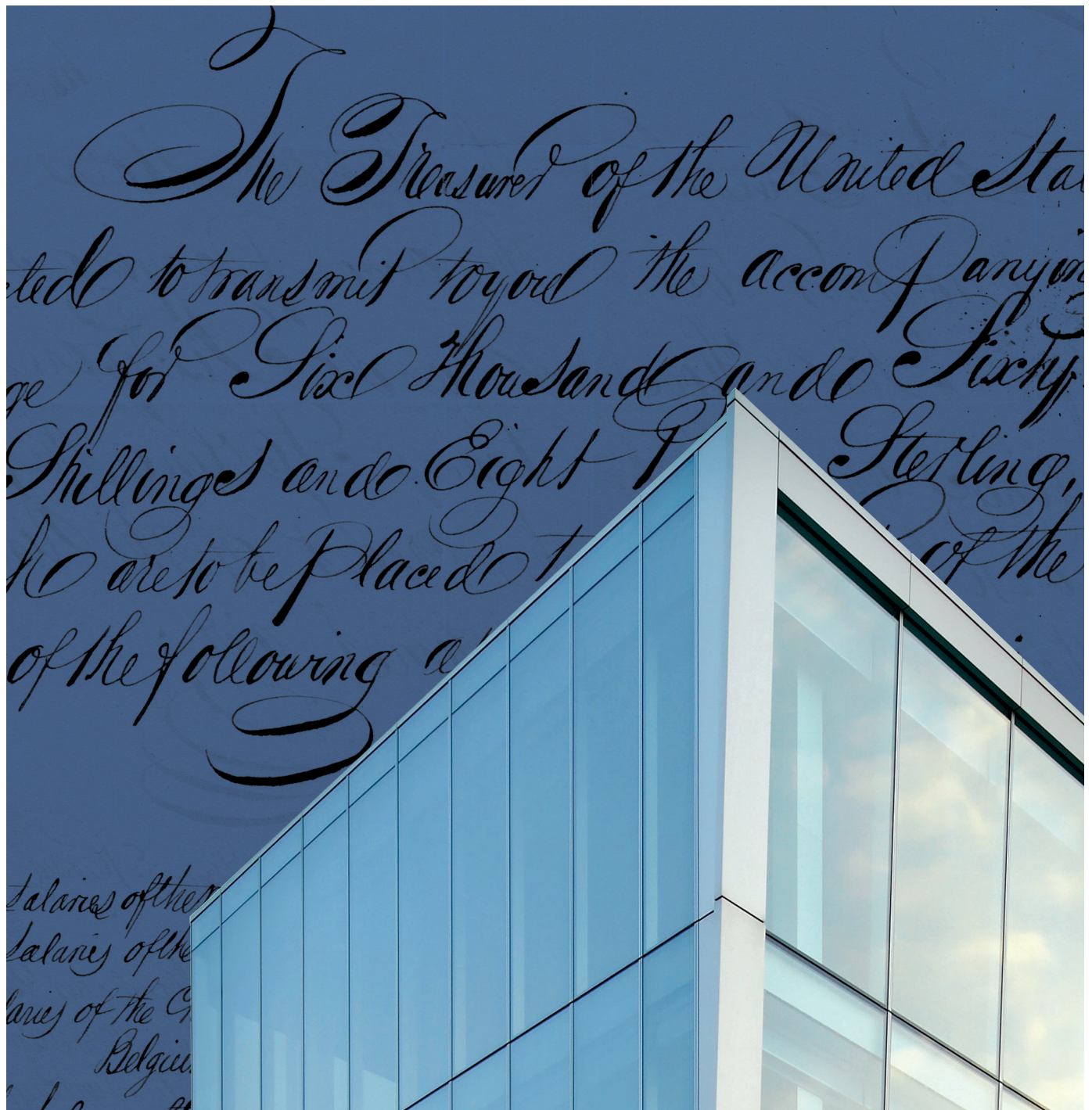




Vorwort

„...dass das Volk das Vertrauen der Regierung verscherzt habe und es nur durch verdoppelte Arbeit zurückerobern könne. Wäre es da nicht doch einfacher, die Regierung löste das Volk auf und wählte ein anderes?“ – Brecht

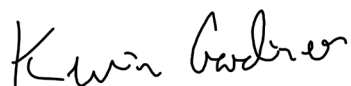
Demokratie in der Krise oder Demokratie in Aktion? Einige eher aufgebrachte Kommentare über die US Wahlen erscheinen – ähnlich wie die Reaktionen auf das Brexit-Votum – ein wenig herablassend.

Obwohl wir nicht mit dem Wahlergebnis gerechnet hatten, haben wir bereits im September dargelegt, dass es keine gravierenden Auswirkungen auf die langfristigen Anlageaussichten haben muss. Trotz dieser und anderer politischer Risiken sind die makroökonomischen Aussichten derzeit offenbar wieder nahezu stabil. Die Wachstumszahlen haben sich zum Besseren gewendet, und die Spekulationen über das Fehlverhalten von US-Unternehmen erscheinen überzogen.

Gleichzeitig macht derzeit eine Verschwörungstheorie die Runde, der zufolge die Zentralbanken und Regierungen gemeinsam versuchen, den Wert der Schulden durch Inflation zu mindern, was unserer Meinung nach nicht zutrifft.

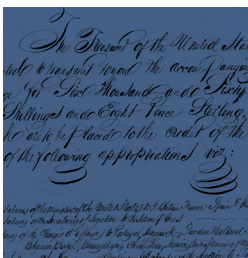
Wir machen uns Sorgen wegen der schleichenden Ausweitung des Zentralbankmandats. Aber der Versuch, den realen Wert der Schulden verfallen zu lassen, indem man absichtlich Inflation schafft, wäre so, als würde man sein Haus anzünden, um Schimmel an den Wänden zu bekämpfen.

Alles in allem erkennen wir kaum Anzeichen dafür, dass der Konjunkturzyklus und langfristig ausgerichtete Anlageportfolios gefährdet sein könnten – weder durch Präsident Trump noch durch die EU-Politik, unternehmerische Exzesse oder die Tempelritter.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild Wealth Management



Titelbild:
Vordergrund: Unser Büro in New Court, London.
Hintergrund: Ein Brief des US-Finanzministeriums vom 21. November 1834 an Nathan Mayer Rothschild betreffend geschäftliche Transaktionen. Mit freundlicher Genehmigung des Rothschild Archivs.

© 2016 Rothschild Wealth Management
Erscheinungsdatum: November 2016.
Stand der Daten: 31. Oktober 2016.
Quelle für Grafiken und Tabellen: Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Keine Risiken für US-Unternehmen

Die offensichtlichsten Risiken für das Anlageumfeld sind derzeit politischer und nicht wirtschaftlicher Natur

Donald Trump wird der 45. Präsident der Vereinigten Staaten. Die Marktvolatilität überrascht kaum, hat doch die Ungewissheit gerade deutlich zugenommen, aber die langfristigen wirtschaftlichen Auswirkungen könnten weniger gravierend sein als die politischen Folgen.

Unsere Begründung, die wir erstmals im September umrissen hatten (ohne dass wir mit diesem Ergebnis gerechnet hätten), beruht auf der umfassenden – impliziten und expliziten – Gewaltenteilung, der auch jeder noch so eigenwillige US-Präsident unterworfen ist. Sie berücksichtigt ausserdem, dass die globalen Märkte von mehreren dynamischen Faktoren abhängen. Protektionismus wäre zweifellos schlecht für das internationale Geschäft. Andererseits aber könnten die Steuersenkungen und die Erhöhung der staatlichen Ausgaben in den USA der Wirtschaft zyklischen Auftrieb verleihen, und es muss sich erst noch erweisen, was sich aus der Kombination dieser beiden Faktoren ergibt. Die Märkte sind unempfindlich und können sich allgemeineren Entwicklungen gegenüber gleichgültig zeigen, so tiefgreifend diese auch sein mögen.

Ein zweites politisches Risiko droht in Form des Verfassungsreferendums in Italien am 4. Dezember. Entscheidet man sich gegen die Reformen, wird die Unsicherheit grösser, und Spekulationen über vorgezogene Wahlen und einen Austritt

Italiens aus der EU würden zunehmen. Italien zählt zu den Gründungsmitgliedern der EU und der Eurozone. Wenn es sich aus dem europäischen Projekt verabschieden würde, wäre dies ein umwälzendes Ereignis für Europa wie auch für die globalen Kapitalmärkte.

Wir halten dies jedoch für unwahrscheinlich. Die Kette der Ereignisse, die von einem „Nein“ am 4. Dezember zur Entscheidung Italiens für den Austritt aus der EU führen würde, wäre sehr lang und kompliziert – und würde sich mangels des entschlosseneren politischen Verfahrens, das durch die Reformen gefördert werden soll, sogar noch länger und komplizierter gestalten. (Darin liegt das „EU-Dilemma“, das wir bereits im Oktober angesprochen haben: Italienische Wähler, die einen Austritt aus der EU wünschen, sollten vielleicht am besten für den Status quo stimmen.)

Ein drittes Risiko ist der Streit darum, was der Brexit eigentlich bedeutet, wann es soweit sein wird, und inwiefern nun das Parlament an dem Prozess beteiligt sein wird. Der unmittelbare Schaden für die britische Wirtschaft wurde in den emotional geprägten Umfragen nach dem Referendum stets überbewertet, aber wahrscheinlich ist ein gewisser langfristiger Schaden zu erwarten.

Selbst ein „weicher“ Brexit würde die Unternehmensinvestitionen einschränken. Ein „harter“ Brexit wäre

Abbildung 1: Das britische Pfund war selten günstiger

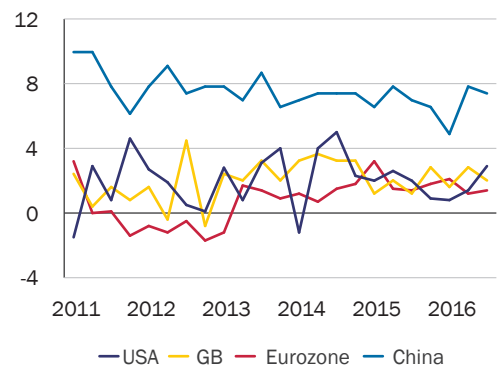
Britisches Pfund: realer handelsgewichteter Wechselkurs: Index und gleitender 10-J.-Durchschnitt



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

Abbildung 2: Beachtliches BIP-Wachstum

Saisonbereinigte, annualisierte Wachstumsrate, in %



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

mit grösseren Schwierigkeiten für die britische Geschäftswelt (in Form von Zöllen und/oder Vorschriften) beim künftigen Handel mit ihren EU-Partnern verbunden.

Wir sind implizit davon ausgegangen, dass schlussendlich vermutlich der „harte“ Kurs eingeschlagen wird. Die Vorstellung, es gäbe eine „weiche“ Option, könnte sich als Wunschdenken erweisen. Die britische Verhandlungsmacht könnte überschätzt werden, und die Dynamik der Verhandlung könnte sich angesichts der unterschiedlichen politischen Zyklen der Partner schwierig gestalten. Die Freizügigkeit der Menschen ist ein wichtiger Bestandteil des Binnenmarkts.

Allerdings vertraten wir stets die Ansicht, dass der Brexit nicht zu einer Trendumkehr führen wird. Aus unserer Sicht können Unternehmen trotz dieser möglichen Schwierigkeiten Grossbritannien als einen attraktiven Ort für Investitionen betrachten.

Das Wachstum in Grossbritannien ist in der Regel nicht so schwach wie im übrigen Europa: Der Binnenmarkt ist liberaler, die Unternehmenssteuern sind niedriger, und die Bevölkerung wächst schneller (auch ohne weitere Zuwanderung).

In der öffentlichen Diskussion wird zudem oft vergessen, dass wachsende Volkswirtschaften der Normalfall sind. Der Schaden durch den Brexit besteht darin, dass der Lebensstandard vielleicht niedriger sein wird, als es ansonsten der Fall gewesen wäre, nicht aber, dass er absolut gesehen niedriger sein wird.

Gleichzeitig ist das britische Pfund auf realer Basis so günstig wie selten (Abbildung 1). Eine günstige Währung ist zwar kaum jemals eine wirksame langfristige Erfolgsstrategie, kann jedoch zur konjunkturellen Unterstützung beitragen. Sollte sich Grossbritannien wie von uns erwartet widerstandsfähig zeigen, hätte das Pfund

Eine günstige Währung ist zwar kaum jemals eine wirksame langfristige Erfolgsstrategie, kann jedoch zur konjunkturellen Unterstützung beitragen.

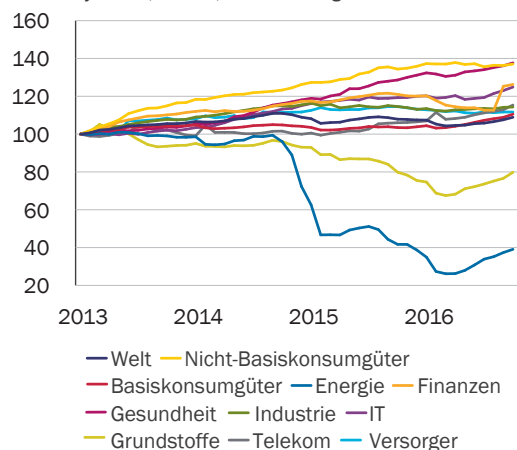
bereits vor dem letzten Kurssturz überreagiert – ebenso wie die Bank of England.

Von den politischen Ereignissen abgesehen, ist die Konjunkturlage in diesem Monat wieder relativ klar. Wenn überhaupt, haben sich die Wachstumsrisiken zum Positiven verändert. Die BIP-Daten aus dem dritten Quartal zeigen, dass der Konjunkturrückgang in China vorerst zum Stillstand gekommen ist und das Wachstum in den USA nach mehreren enttäuschenden Quartalen leicht über dem Trend liegt. Das Wachstum in Grossbritannien und der Eurozone entsprach nahezu dem Trend – so wie von uns prognostiziert und ungeachtet des Brexit (Abbildung 2). Das Wachstum scheint sich im vierten Quartal in ordentlichem Tempo fortzusetzen.

Vor diesem Hintergrund sollten die Deflations Sorgen allmählich nachlassen. Die Anleiherenditen sind in den letzten Wochen tatsächlich leicht gestiegen, wenn auch von historischen Tiefständen ausgehend. Die Federal Reserve (Fed) ist jedoch immer noch die einzige grosse Zentralbank, die voraussichtlich die kurzfristigen Zinsen demnächst anheben wird (abhängig von der Marktvolatilität nach den Wahlen). Die „Forward Guidance“ der Bank of England musste wieder einmal geändert werden und ist diesmal restriktiver ausgefallen, doch scheint die Bank ihre

Abbildung 3: Gewinnwachstum der Unternehmen zieht wieder an

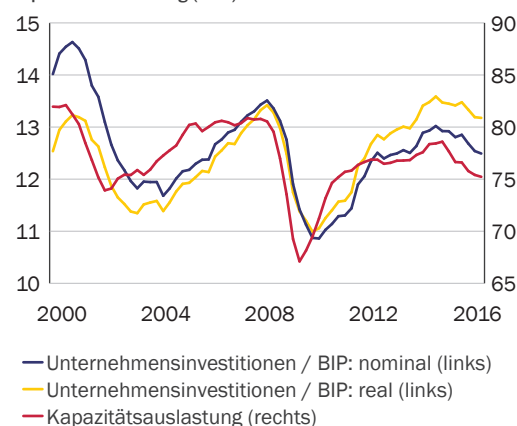
Gewinne je Aktie, Indizes, Lokalwährungen



Quelle: IBES, MSCI, Datastream, Rothschild & Co. Anmerkung: Anstieg des Finanzsektors im September ist auf eine Index-Neuzusammensetzung zurückzuführen

Abbildung 4: US-Unternehmensinvestitionen – keine Kapazitätsengpässe

Private Investitionsausgaben ohne Wohnimmobilien (in % des BIP; gleitender Durchschnitt über vier Quartale) und industrielle Kapazitätsauslastung (in %)



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

Zinssenkung im August nicht zu bereuen und wird diese wohl so bald nicht rückgängig machen.

Damit sind möglicherweise die Voraussetzungen für eine positive Neubewertung der Rentabilität und der Finanzlage der Unternehmen gegeben. Die Gewinne der Industrieländer stabilisieren sich, seit der Öl- und der Bergbausektor weniger Verluste verzeichnen, und die Analysten prognostizieren einen Wiederanstieg der Gewinne in den kommenden zwölf Monaten (Abbildung 3).

Einer der zahlreichen Mythen über den derzeitigen Konjunkturzyklus ist, dass US-Unternehmen nicht investieren.

Viele Experten sind weiterhin der Meinung, dass zumindest in den USA die finanzielle Lage der Unternehmen prekär sei. Ihnen zufolge hätten die Unternehmen zu hohe Rückführungen an die Aktionäre geleistet, denn zusätzlich zu den regulären Dividendenausschüttungen haben sie Aktien zurückgekauft und dadurch die Investitionen eingeschränkt und die Bilanzen überschuldet. Wir können kaum Anzeichen dafür erkennen.

Einer der zahlreichen Mythen über den derzeitigen Konjunkturzyklus ist, dass US-Unternehmen nicht investieren. Das Gegenteil ist der Fall: Bevor der Energiesektor im vergangenen Jahr seine Ausgaben kürzte, war der Volumenanteil der Unternehmensinvestitionen am BIP so hoch

wie selten (Abbildung 4: der Baranteil war geringer wegen der günstigeren Investitionsgüter). Wahrscheinlich gibt es aus diesem Grund kaum Unternehmen, die sagen, dass sie die Nachfrage unmöglich befriedigen können: Kapazität ist reichlich vorhanden.

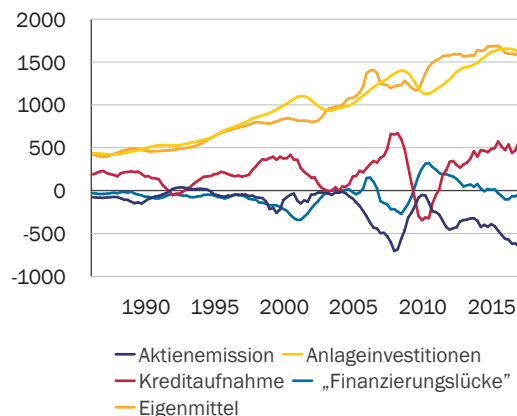
Diese Investitionsausgaben wurden – wie üblich – grösstenteils aus Eigenmitteln finanziert (Abbildung 5). Es gibt eine „Finanzierungslücke“, die jedoch im historischen Vergleich unbedeutend erscheint. An dieser Stelle sei daran erinnert, dass die US-amerikanischen Verbraucher gleichzeitig weiterhin über überschüssige Liquidität verfügen, und der Privatsektor auch noch im achten Jahr seiner Expansion unter dem Strich weiterhin Liquidität zur Verfügung stellt, anstatt sie abzuziehen.

Aktienrückkäufe waren in den letzten zwanzig Jahren meist an der Tagesordnung. Sie schwanken erheblich im Laufe des Zyklus, wobei Kredite, und nicht etwa Eigenmittel, die offensichtlichste Finanzierungsquelle darstellen (Abbildung 5).

Diese zusätzliche Kreditaufnahme wäre ein Grund zur Besorgnis, wenn die Unternehmensbilanzen schwach wären, sie machen jedoch insgesamt einen soliden Eindruck. Die Verbindlichkeiten sind im Verhältnis zu den Gewinnen oder dem Nettovermögen nicht besonders hoch, die kurzfristigen Kreditaufnahmen sind gegenüber den langfristigen zurückgegangen und die „Quick Ratio“, das heisst, das Verhältnis der kurzfristigen Vermögenswerte zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten, erscheint solide (Abbildung 6). Die Zinskosten und der Anteil variabel verzinslicher Verbindlichkeiten im Verhältnis zu festverzinslichen

Abbildung 5: US-Unternehmensinvestitionen werden aus Eigenmitteln finanziert

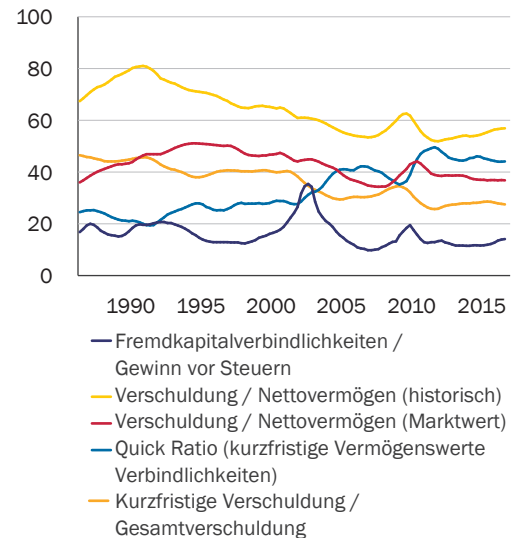
Herkunft und Verwendung der Mittel bei US-Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors (in Bio. USD auf Jahresbasis, gleitender Durchschnitt über vier Quartale)



Quelle: Federal Reserve, Datastream, Rothschild & Co

Abbildung 6: US-Unternehmensbilanzen erscheinen unspektakulär

Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors: Fremdfinanzierung und Quick Ratio



Quelle: Federal Reserve, Datastream, Rothschild & Co

Anleihekrediten sind ebenfalls niedrig.

In diesem Hinblick sind Aktienrückkäufe eher als eine Neuordnung der Bilanzen statt als mögliches Hemmnis für die Geschäftstätigkeit zu betrachten. Es gibt keinerlei Anzeichen dafür, dass sie das potenzielle US-Wachstum erheblich beeinträchtigen. Auch die Aktienbewertungen wurden dadurch offenbar nicht übermäßig in die Höhe getrieben (ob dies zu erwarten ist, ist ein umstrittenes Thema in der Theorie der Unternehmensfinanzierung).

Es gab stets gute Gründe zu der Annahme, dass diese Expansion von langer Dauer sein wird, und es gibt immer noch kaum Anzeichen für ein übersteigertes Selbstvertrauen der Unternehmen, das dazu beitragen könnte, ihr ein Ende zu setzen. In den USA wird es irgendwann wieder zu einer Rezession und einer Finanzkrise kommen – vorerst aber wahrscheinlich noch nicht.

Anlagefazit

Trotz des Wahlsieges von Donald Trump halten wir an unserem Szenario des „Durchlavierens“ fest.

Der von den USA angeführte Konjunkturzyklus reift derzeit aus, ist aber nicht besonders anfällig und weist kaum Exzesse auf. Wir vertreten seit Langem die Ansicht, dass sich das Wachstum in China abkühlt, aber nicht einbricht, und in jüngster Zeit war nicht einmal das Erstere der Fall. In Kontinentaleuropa gibt es Anzeichen für ein etwas schnelleres Wachstum als es dem traditionell verhaltenen Trend entspricht. In Grossbritannien haben sich die Ängste vor möglichen dramatischen Auswirkungen des Brexit-Referendums, wie von uns erwartet, als übertrieben erwiesen. Unterdessen ist die Inflation moderat geblieben, und die Zentralbanken dürften vorerst nicht so schnell ihre geldpolitischen Rahmenbedingungen normalisieren

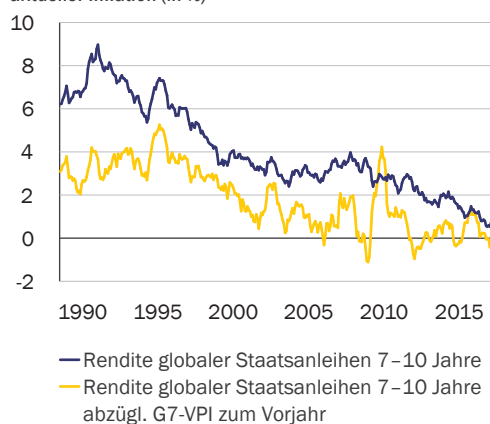
– auch nicht die Fed, insbesondere nach den Wahlen.

Aus einer Top-down- bzw. makroökonomischen Perspektive ziehen wir folgendes Anlagefazit:

- Der Konjunkturzyklus wie auch die Bewertungen legen nahe, dass Anlagerenditen am ehesten an den Aktienmärkten zu erzielen sind.
- Die Anleiherenditen sind in den letzten Wochen zwar leicht gestiegen, sind aber immer noch sehr niedrig und mitunter sogar weiterhin negativ. Das ist nicht so besorgniserregend, wie es aussieht. Unter Berücksichtigung der Inflation waren die Renditen vor noch nicht allzu langer Zeit noch niedriger (Abbildung 7). Dennoch ist kaum wahrscheinlich, dass Anleihen das reale Vermögen der Anleger künftig schützen können, und langlaufende Emissionen können volatil sein.
- Die Aktienkurse sind seit der Krise stark gestiegen, die Unternehmensgewinne aber auch: Die meisten Bewertungskennzahlen liegen innerhalb der historischen Spannen (Abbildung 8). Der jüngste Rückgang der Gewinne im Erdöl- und Bergbausektor geht wohl zu Ende, und die Gesamtgewinne steigen wieder.
- Anleihen und liquide Mittel dienen derzeit als Ballast und Absicherung vor einem wachstumschwächeren Umfeld. Als solches sollten sie in den Lokalwährungen der Anleger gehalten werden, denn Fremdwährungsrisiken machen sie volatiler. Die Zinssätze haben sich weltweit angenähert, insbesondere unter Berücksichtigung der Absicherungskosten.
- In den meisten Regionen dürfte es auf lange Sicht, wenn auch in unterschiedlichem Tempo, zu einer Zinsnormalisierung kommen. Wir ziehen

Abbildung 7: Anleihen – teuer, aber keine Blase

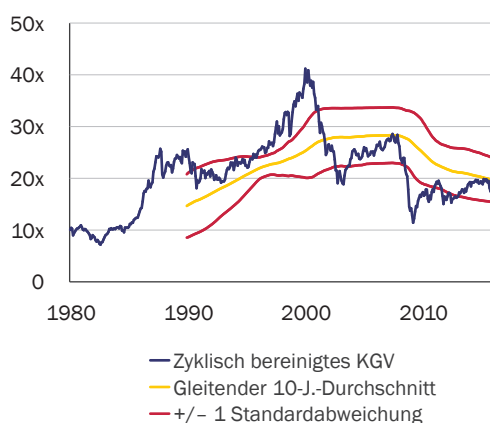
Renditen der Staatsanleihen aus Industrieländern abzüglich aktueller Inflation (in %)



Quelle: Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co

Abbildung 8: Aktienbewertungen nach wie vor unspektakulär

Industriestaaten, zyklisch bereinigtes KGV



Quelle: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

Unternehmensanleihen von hoher Bonität weitgehend gegenüber Staatsanleihen vor, aber auch diese werden kaum positive Realrenditen erzielen. Bei Schwellenländeranleihen (selbst in Hartwährung) können wir derzeit kaum attraktive Chancen ausmachen.

Es ist kaum wahrscheinlich, dass Anleihen das reale Vermögen der Anleger künftig schützen können, und langlaufende Emissionen können volatil sein.

- Unseres Erachtens werden die Zinsen steigen und die Kreditwürdigkeit wird nachlassen. Dies wird in den USA früher einsetzen als in Europa. Bei auf US-Dollar lautenden Portfolios stehen wir infolgedessen inflationsindexierten Anleihen und Anleihen mit kurzer Duration positiver gegenüber als spekulativen Unternehmensanleihen. Ungeachtet der höheren importierten Inflation betrachten wir die Bewertungen von indexierten langlaufenden britischen Staatsanleihen weiterhin mit Vorsicht.
- Bei den Aktienkursen besteht nach oben hin noch immer etwas Luft in Bezug auf die Gewinne und Dividenden, und wir würden eine entsprechende regionale als auch sektorspezifische Anpassung vornehmen.
- Wir schätzen den Ausblick für die USA, Europa ohne Grossbritannien und die Schwellenländer Asiens nach wie vor am positivsten ein. Grossbritannien und den Industrieländern Asiens ohne Japan stehen wir verhalten gegenüber, während wir selbst dort Aktien gegenüber Anleihen vorziehen. Unseres Erachtens könnten sich die Schwellenmärkte überdurchschnittlich entwickeln (bis zum Frühjahr waren wir gegenteiliger Meinung).
- Der US-Markt ist relativ teuer und erwartet höhere Zinsen, aber unter Umständen ist das Wachstum noch nicht ganz in den Bewertungen eingepreist. Die Aktien in Kontinentaleuropa erscheinen ebenfalls relativ günstig, selbst in Erwägung eines langsameren Wachstums. In den Schwellenländern Asiens waren die Sorgen um eine weitere Krise wie die im Jahr 1997 übertrieben. Ihre strukturelle Attraktivität bleibt selbst in Anbetracht einer erneuten Wachstumsabkühlung in China intakt.
- Grossbritannien und die Industrieländer Asiens (ohne Japan) stehen vor lokalen und

sektorspezifischen Problemen, die sie davon abhalten könnten, vollumfänglich am globalen Wachstum teilzuhaben. In Grossbritannien hat der Rückgang des Pfund dem Land zu höheren Erträgen in Lokalwährung verholfen, doch auf US-Dollar- oder Euro-Basis ist es weiterhin im Rückstand.

- In den USA bevorzugen wir eine Mischung aus zyklischen Sektoren und solchen, die sich durch ihre langfristigen Wachstumsaussichten auszeichnen (z. B. Technologie, Banken und Energie), im Gegensatz zu anleiheähnlichen Sektoren wie Versorgung und Basiskonsumgüter. Wir beurteilen Rohstofftitel ausserhalb des Ölsektors weiterhin neutral. In Europa hegen wir weniger Überzeugungen: Unserer Meinung nach besteht im Finanzsektor die Möglichkeit einer weiteren Kurserholung, allerdings handelt es sich hier um einen sehr volatilen Sektor.
- Bei den Währungen sind eindeutige Empfehlungen schwierig. Abgesehen vom Pfund, das unseres Erachtens auf das Brexit-Referendum überreagiert hat und damit in unserem zyklischen Währungsranking nach oben katapultiert wurde, waren die wesentlichen Hartwährungen ungeachtet der negativen Prognosen (Euro, Yen und Renminbi) und positiven Prognosen (US-Dollar) der Experten unlängst relativ stabil.
- Nichtsdestoweniger rangiert für uns der US-Dollar (nach dem Pfund) weiterhin hoch: Wie US-Aktien ist er nicht günstig, allerdings aus zyklischer Sicht attraktiv. Den Schweizer Franken und den Renminbi bewerten wir dagegen negativ: Ihre zyklische Position ist schwächer und die Bewertungen (gegenüber dem Trend) sind mittlerweile anspruchsvoller. Chinas lockere Kapitalverkehrskontrollen gleichen indes den Handelsüberschuss des Landes aus.

Die Inflationsverschwörung

Es ist unwahrscheinlich, dass sich geheime Mächte verschworen haben, um die Schulden durch Inflation abzubauen

Ein starker Anstieg der Inflation ist nicht unvermeidlich.

Die Wahrscheinlichkeit, dass es von selbst dazu kommt, ist sehr gering. Es gibt kaum Kosten- oder Nachfragedruck, und eine dritte Art von Inflation, die auf selbsterfüllenden Erwartungen basiert, scheint in noch weiterer Ferne zu liegen.

Zugegebenermassen funktioniert kein Inflationsmodell wirklich gut: Die Inflation könnte unerwartet einsetzen. Wir könnten aber auch genauso gut ein beständiges Wachstum ohne jede damit einhergehende Inflation erleben – so wie im späten 19. Jahrhundert.

Grossbritannien ist am stärksten gefährdet. Es ist ein Wiederholungstäter, und der starke Rückgang des britischen Pfunds treibt die Importpreise in die Höhe. Zwar könnte die importierte Inflation den Verbraucherpreisindex (VPI) um rund 4 Prozent ansteigen lassen, aber dies könnte ein einmaliger Anstieg sein, worauf die Inflation wieder zurückgehen könnte – wie dies bereits 2012 der Fall war. Dies erscheint nicht wie eine althergebrachte „Pfund-Krise“.

Wie ist es mit einem geldpolitisch herbeigeführten Anstieg? Die grossen Zentralbanken fühlen sich zum Handeln gedrängt, weil sie ihre Inflationsziele nicht erreichen.

Es ist eine Sache, aus zyklischen Gründen die Inflation ein wenig anzukurbeln. Etwas völlig

Der Versuch, den realen Wert der Schulden verfallen zu lassen, indem man absichtlich Inflation schafft, ist so, als würde man sein Haus anzünden, um Schimmel an den Wänden zu bekämpfen.

anderes wäre es hingegen, sich mit Regierungen zu verschwören, um die reale Schuldenlast, die (unseres Erachtens zu Unrecht) als Wachstums- hemmnis gilt, durch Inflation abzubauen.

Uns will schon „ein wenig ankurbeln“ nicht gefallen. Inflation ist keine „gute“ Sache. Es ist nicht gesagt, dass sie das Wachstum beschleunigt; die Arbeitslosenquote in den USA und Grossbritannien ist niedrig und nicht besorgniserregend hoch, und wenn man den Geist der Inflation einmal gerufen hat, wird man ihn unter Umständen kaum wieder los. Unsere grösste Sorge ist die Ausweitung der Aufgabe der Zentralbanken im Kampf gegen eine „langfristige Stagnation“, die vielleicht gar nicht existiert. Viele Experten erwarten jedoch drastischere Massnahmen.

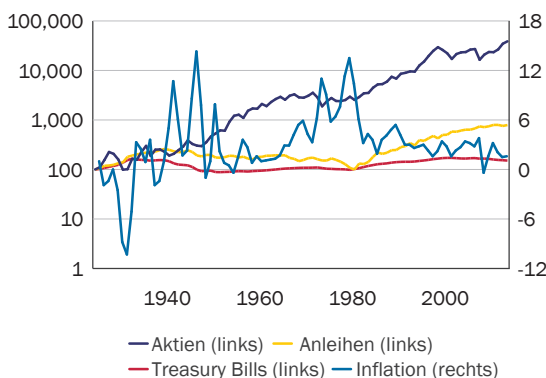
Wir glauben nicht, dass die Behörden so töricht handeln werden. Der Versuch, den realen Wert der Schulden verfallen zu lassen, indem man absichtlich Inflation schafft, ist so, als würde man sein Haus anzünden, um Schimmel an den Wänden zu bekämpfen. Es gibt keine drängende Frage, auf die „Helikoptergeld“ eine angemessene Antwort wäre.

Liquidität durch quantitative Lockerungsmassnahmen – Anleihenkäufe der Zentralbank – hat sich offenbar nur mässig auf die Inflation ausgewirkt (im Gegensatz zu den Anleihenpreisen). Das heisst jedoch nicht, dass direktere Finanzspritzen ähnlich geringfügige Auswirkungen hätten. Die Geldpolitik wirkt nicht kontinuierlich, sondern abrupt.

Es gibt kaum etwas Verheerenderes als eine Geldentwertung: Falschgeld wird im Krieg als Geheimwaffe eingesetzt. Schuldenabbau klingt nach Fortschritt, bis man erkennt, dass Leute

Abbildung 9: Britische Finanzanlagen und Inflation, 1920–2015

Reale Kurse Treasury Bills, Gilts und Aktien (Stand, Indizes, log. Skala) und Inflation (in % zum Vorjahr)



Quelle: Barclays Equity Gilt Study, Datastream, Measuring Worth, Rothschild & Co

mit viel Fremdkapital in der Regel auch über ein grosses Vermögen verfügen, dass Haushalte mit geringen Einkommen neben den Anleihehabern gefährdet sind und die Gewinner diejenigen sein werden, die bereits die meisten realen Vermögenswerte besitzen.

Wir glauben daher nicht, dass „man“ eine Inflationsflut auszulösen versucht, obwohl die Wahrscheinlichkeit für eine mässige zyklische Erholung besteht (nicht nur in Grossbritannien). Natürlich gibt es keine perfekte Absicherung gegen eine auch noch so mässige Inflation. Aktien sind Anteile an Unternehmen und können nahezu als reale Vermögenswerte gelten. Obwohl sie längerfristig in überzeugendster Weise oberhalb der Inflationsrate tendieren, sind sie dennoch nicht immun gegen kurzfristige Störungen, wenn die Lage ausser Kontrolle zu geraten droht, wie Abbildung 9 zeigt.

Hinweise

Rothschild Private Wealth 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.

Brüssel

Avenue Louise, 166
1050 Brüssel
Belgien
+32 2 627 77 30

Kanalinseln

St Julian's Court
St Julian's Avenue
St Peter Port
Guernsey, GY1 3BP
+44 1481 713713

Manchester

82 King Street
Manchester M2 4WQ
Grossbritannien
+44 (0)161 827 3832

Singapur

One Raffles Quay, North Tower
1 Raffles Quay #10-02
Singapur 048583
+65 6532 0866

Frankfurt

Börsenstraße 2-4
60313 Frankfurt am Main
Deutschland
+49 69 40 80 260

Hongkong

16th Floor Alexandra House
18 Chater Road
Central Hong Kong SAR
Volksrepublik China
+852 2116 6300

Mailand

Via Agnello 5
20121 Mailand
Italien
+39 02 4537 0955

Zürich

Zollikerstrasse 181
8034 Zürich
Schweiz
+41 44 384 71 11

Genf

Rue du Commerce 3
1204 Genf
Schweiz
+41 22 818 59 00

London

New Court, St Swithin's Lane
London EC4N 8AL
Grossbritannien
+44 (0)20 7280 5000

Paris

29 avenue de Messine
75008 Paris
Frankreich
+33 1 40 74 40 74

Wichtige Informationen

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co lediglich zu Informationszwecken und nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers herausgegeben. Es darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden, sofern Rothschild & Co 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 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.

In Grossbritannien wird dieses Dokument von Rothschild Wealth Management (UK) Limited, in der Schweiz von Rothschild 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 Rothschilds Continuation Holdings AG gehörende Unternehmen, das unter dem Namen «Rothschild» tätig ist, aber nicht notwendigerweise auf ein bestimmtes Rothschild & Co Unternehmen. Kein Unternehmen der Rothschild & Co Gruppe ausserhalb Grossbritanniens und keine Gesellschaft der Rothschild Trust Gruppe unterliegen 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 Vermögensberatungs- und Treuhandgesellschaften:

Rothschild Wealth Management (UK) Limited. Registriert in England unter der Nummer 4416252. Sitz der Gesellschaft: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority.

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