

Marktausblick



Ten Years Gone – zehn Jahre seit Ausbruch der Krise | Aggressiv passiv?

Ausgabe 82 | September 2017



Vorwort

Bei der Rückkehr aus dem Sommerurlaub finden die Anleger eine weitgehend unveränderte Lage vor.

Die USA und Europa verzeichnen ein gesundes Wachstum ohne deutliche Zunahme des Inflationsdrucks. Die Rentabilität der Unternehmen verbessert sich, das Zinsrisiko bleibt moderat. Hurrikan Harvey führte zu einer humanitären, nicht zu einer Wirtschaftskrise.

Mehr Anlass zur Sorge gibt indes die Marktdynamik – falls an den derzeitigen, von niedriger Volatilität geprägten Märkten überhaupt noch von Dynamik die Rede sein kann. Die vermeintliche Selbstüberschätzung der Anleger, das Ausbleiben eines signifikanten Rückschlags seit über einem Jahr, die ungleichmässig verteilten Aktienrenditen in den USA (die auch die Debatte über passiv verwaltete Anlagen anheizen – siehe zweiten Essay auf Seite 7), die überhitzten Kreditmärkte und die Folgen der weltweiten Finanzkrise, deren Ausbruch sich zum zehnten Mal jährt, sind besorgniserregend. Doch wir treffen noch immer auf einige sorglose Anleger und die Aktienbewertungen sind noch nicht alarmierend. Die Gewinne steigen schneller als die Aktienkurse.

Das geopolitische Risiko hat sich in den letzten Wochen erneut verändert. Mit seinem aggressiven Verhalten ist Nordkorea allerdings das seltene Kunststück gelungen, fast die gesamte restliche Welt zu einen. Unterdessen lassen die gefürchteten protektionistischen Massnahmen (wie in der Tat alle anderen angekündigten grossen politischen Vorhaben) der US-Regierung noch auf sich warten. Frankreich erwägt liberale Reformen, an die vor sechs Monaten noch niemand gedacht hat, und in Deutschland scheint die Wiederwahl von Kanzlerin Merkel fast sicher. Der britischen Politik scheint es weiterhin schwerzufallen, die bereits niedrig gesteckten Erwartungen zu erfüllen. Dennoch halten wir die Auswirkungen auf Anlagen noch für überschaubar.



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist
Rothschild Wealth Management



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.

© 2017 Rothschild Wealth Management
Erscheinungsdatum: September 2017.
Stand der Daten: 31. August 2017.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern
nicht anders angegeben.

Ten Years Gone – zehn Jahre seit Ausbruch der Krise

Die Risiken konzentrieren sich auf Marktdynamik und Geopolitik statt auf die Wirtschaft

«Then as it was, then again it will be...»
(Led Zeppelin: Was geschehen ist, wird erneut geschehen...)
Page/Plant

Wachstum, aber immer noch keine Inflation

Uns ist bewusst, dass der Zyklus lang ist, aber es gab immer gute Gründe, dies zu erwarten. Die Sparmassnahmen nach der weltweiten Finanzkrise waren massiv. Der durchschnittliche US-Haushalt fungiert sogar heute noch als Nettoliquiditätsquelle, anstatt als leichtfertiger Kreditnehmer. Für die Exzesse, die häufig erneute Sparmassnahmen einläuten, gibt es folglich bis dato kaum Anzeichen.

Gleichermassen zeichnet sich auch kein Inflationsrisiko ab, das die Federal Reserve dazu veranlassen könnte, die Zinsen und ihre Bilanz deutlicher zu normalisieren. Selbst in Grossbritannien, wo die Importpreise nach der Abschwächung des Pfund Sterling kräftig stiegen, und die Reallöhne erneut zurückgehen, ist der Druck geringer als von uns erwartet.

Wir sind noch nicht bereit, uns diesbezüglich gänzlich zu entspannen. Auch wenn die Inflation weiter niedrig bleibt, dürften die Zinsen in den kommenden Monaten und Jahren steigen. Ein merklicher Anstieg der Kosten und Preise sowie eine beschleunigte Normalisierung der Geldpolitik und Anleihenrenditen wirken noch unwahrscheinlicher als zuvor. Die geringe Inflation scheint die Rentabilität und den Arbeitsmarkt jedoch nicht beeinträchtigt zu haben.

Geht die Gefahr von den Märkten selbst aus?

Bleiben die Wirtschaftsnachrichten weiterhin positiv, geben die inneren Abläufe der Märkte selbst nun Anlass zur Sorge. Die Bedenken könnte man unter drei Überschriften zusammenfassen: Anlegerstimmung, Bewertungen und Folgen der weltweiten Finanzkrise, die sich in Kürze zum zehnten Mal jährt.

Anlegerstimmung Der Preis der Portfolioversicherung gemessen am VIX-Index der impliziten Volatilität, dem sogenannten «Fear

Index», fiel vor Kurzem auf den niedrigsten Stand seit 25 Jahren, während der S&P 500 neue Höchststände erreichte. Ein Grossteil der jüngsten Marktgewinne entfällt auf gerade einmal eine Handvoll Aktien. Besteht die Gefahr, dass Sorglosigkeit zu einem weiteren Mitläufereffekt führt?

Wir halten dies für unwahrscheinlich. Der Rückgang der impliziten Volatilität seit der weltweiten Finanzkrise ist kein Ausdruck eines neu wahrgenommenen Fehlens von Gefahren. Die bedeutenden Notenbanken sind weiterhin bereit, bei plötzlich auftretenden Krisen schützend einzugreifen. Diese öffentlich bekräftigte Bereitschaft kann als kostenlose Portfolioversicherung betrachtet werden und verringert die Notwendigkeit, direkt dafür zu zahlen. Die niedrigen Zinsen haben möglicherweise auch renditehungrige Anleger dazu veranlasst, selbst Absicherung zu verkaufen (mit der Ausstellung von Optionen lassen sich hervorragende Erträge erzielen).

Der Beitrag der «FANMAG» – das Akronym, mit dem in Research-Kreisen Facebook, Apple, Netflix, Microsoft, Amazon und Google bezeichnet werden – zu den gesamten Marktgewinnen in diesem Jahr war zwar unverhältnismässig, aber nicht abwegig. Auf diese sechs Aktien entfiel 2017 rund ein Drittel der Gesamtrendite am US-Markt – also sehr viel, aber schon einmal da gewesen und daher nicht ungewöhnlich (2015 trug diese Gruppe 3 Prozentpunkte zu einer Marktrendite von lediglich 1 bei).

Die Sektorrenditen waren 1999 deutlich stärker konzentriert, bevor die TMT-Blase (Technologie, Medien, Telekommunikation) 2000 schliesslich platzte. Damals entfielen zwei Drittel der Gesamtrendite des Index von 21 Prozentpunkten allein auf den Technologiesektor. Seit Jahresbeginn 2017 und in den letzten fünf Jahren lag der Beitrag bei einem Viertel der Renditen von 11 Prozentpunkten (2017) und 95 Prozentpunkten (in den letzten fünf Jahren).

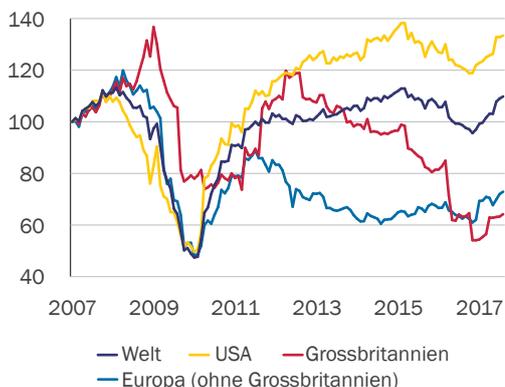
Bewertungen Mit dem Anstieg der Aktienkurse wuchs auch die Besorgnis über die Bewertungen. Doch hinter den Kulissen erholen sich die Unternehmensgewinne wieder (Abbildung 1). Die historischen Kurs-Gewinn-Verhältnisse gehen von dem Niveau zurück, auf das sie mit dem Einbruch der Ölgewinne 2015/2016 gestiegen waren. Die Bewertungen liegen noch immer höher als gewöhnlich, sind aber nicht untragbar hoch. Verglichen mit der Blase im Jahr 2000 sind die meisten Bewertungen deutlich niedriger. So liegen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den USA derzeit beispielsweise bei 19 (20 im Technologiesektor) gegenüber Spitzenwerten von 27 (54) im Jahr 2000.

Im Verhältnis zu den Geld- und Anleihenmärkten erscheinen die Aktienmärkte günstig bewertet. Wir sollten uns indes nicht auf diese Vergleiche verlassen, denn wir gehen davon aus, dass sich die Zinsen und Anleihenrenditen allmählich von ihren historischen Tiefständen erholen werden.

Berücksichtigt man die niedrige Inflation, erscheinen die Zinsen und Anleihenrenditen allerdings nun weniger ungewöhnlich. Möglicherweise gibt es weitere Anzeichen für eine Überhitzung an den Kreditmärkten. Investment-Grade-Unternehmensanleihen werden wie der Markt für Staatsanleihen ebenfalls von den anhaltenden Wertpapierkäufen der EZB unterstützt. Die Renditen würden noch niedriger ausfallen, wenn da nicht die jüngsten Emissionen wären. Bei spekulativen Unternehmensanleihen sind die Bewertungen vielleicht am stärksten ausgereizt: In Europa sind die Renditen erstmals auf ein mit Aktien vergleichbares Niveau gesunken (Abbildung 2).

Abbildung 1: Die Unternehmensgewinne erholen sich wieder

Historische Gewinne je Aktie in Lokalwährung, indiziert



Quelle: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

Folgen der weltweiten Wirtschaftskrise

Der Ausbruch der weltweiten Wirtschaftskrise ist nun 10 Jahre her, was die Marktakteure zu gründlichem Nachdenken veranlasst. Die Märkte werden eingehend daraufhin geprüft, ob sich die Geschichte wiederholen könnte.

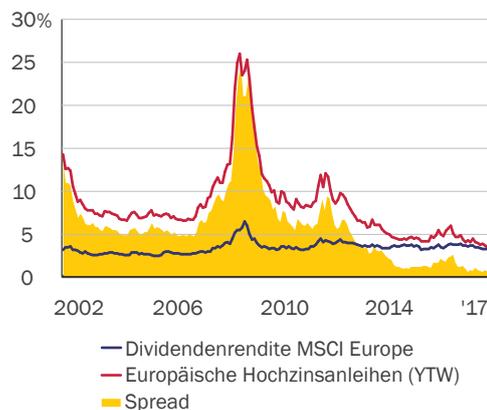
In jüngster Zeit gab es einige Ereignisse, die Aufmerksamkeit erregten: negative Renditen auf Staatsanleihen und Geldmarktsätze; enge Kreditspreads bei zunehmenden Emissionen von Unternehmensanleihen; Emission einer überzeichneten 100-jährigen Anleihe durch den serienmässig säumigen Schuldner Argentinien; Beschaffung neuer Finanzierungsmittel über Anleihen durch Griechenland, dessen Rettungspaket immer noch läuft; finanzielle Innovationen im Subprime-Bereich, diesmal in der Fahrzeugfinanzierung; erneute Gewährung von Subprime-Hypotheken am US-Wohnungsmarkt; Rückkehr von «Covenant-Lite»-Wertpapieren und komplexen Verbriefungen sowie vielleicht das Ausbleiben eines umfassenden Schuldenabbaus (höhere Verschuldung von Verbrauchern und Staaten denn je zuvor).

Unterdessen scheinen wie bereits bemerkt die meisten Vermögenswerte entweder voll ausgereizt oder teuer zu sein, gerade zu dem Zeitpunkt, zu dem der Zinszyklus langsam einen Wendepunkt erreicht.

Einige Vergleiche fallen jedoch günstiger aus. So sind die Banken weniger stark fremdfinanziert als 2007 (Abbildung 4). Ebenfalls werden weniger teure und komplizierte Anlagen mit geliehenem Geld erworben. Die Banken sind ausserdem weniger abhängig von Wholesale-

Abbildung 2: Spekulative Anleihen sind heute nur dem Namen nach «hochverzinslich»

Die Renditen europäischer spekulativer Anleihen und Dividendenrenditen von Aktien, in %



Quelle: MSCI, Datastream, Rothschild & Co

Einlagen und die Spreads der Interbankkredite sind recht zahm. Die Beleihungsquote der Wohnimmobilien ist geringer.

Ein Schuldenabbau im Wholesale-Segment war nie wahrscheinlich, weil es bei der weltweiten Finanzkrise nicht um die Gesamtsolvvenz ging. Steve Eisman, ein bekannter und erfolgreicher «Bär» im Jahr 2007, meinte vor Kurzem: «Zum ersten Mal in meiner beruflichen Laufbahn, also seit über 30 Jahren, würde ich das Finanzsystem nun als sicher ansehen.»

Wir sagen nicht: «Diesmal ist alles anders», denn das sind besonders gefährliche Worte an den Anlagemärkten. Doch diese Rückblicke könnten überbewertet sein: Krisen und Rezessionen treten zwar immer wieder auf, doch sie sind jedes Mal ein bisschen anders.

Geopolitische Spannungen: Die Brennpunkte verlagern sich

Wie sehr sollte es uns beunruhigen, dass die US-Regierung bisher kaum Ergebnisse erzielt hat? Nicht sehr. Die US-Regierung funktioniert

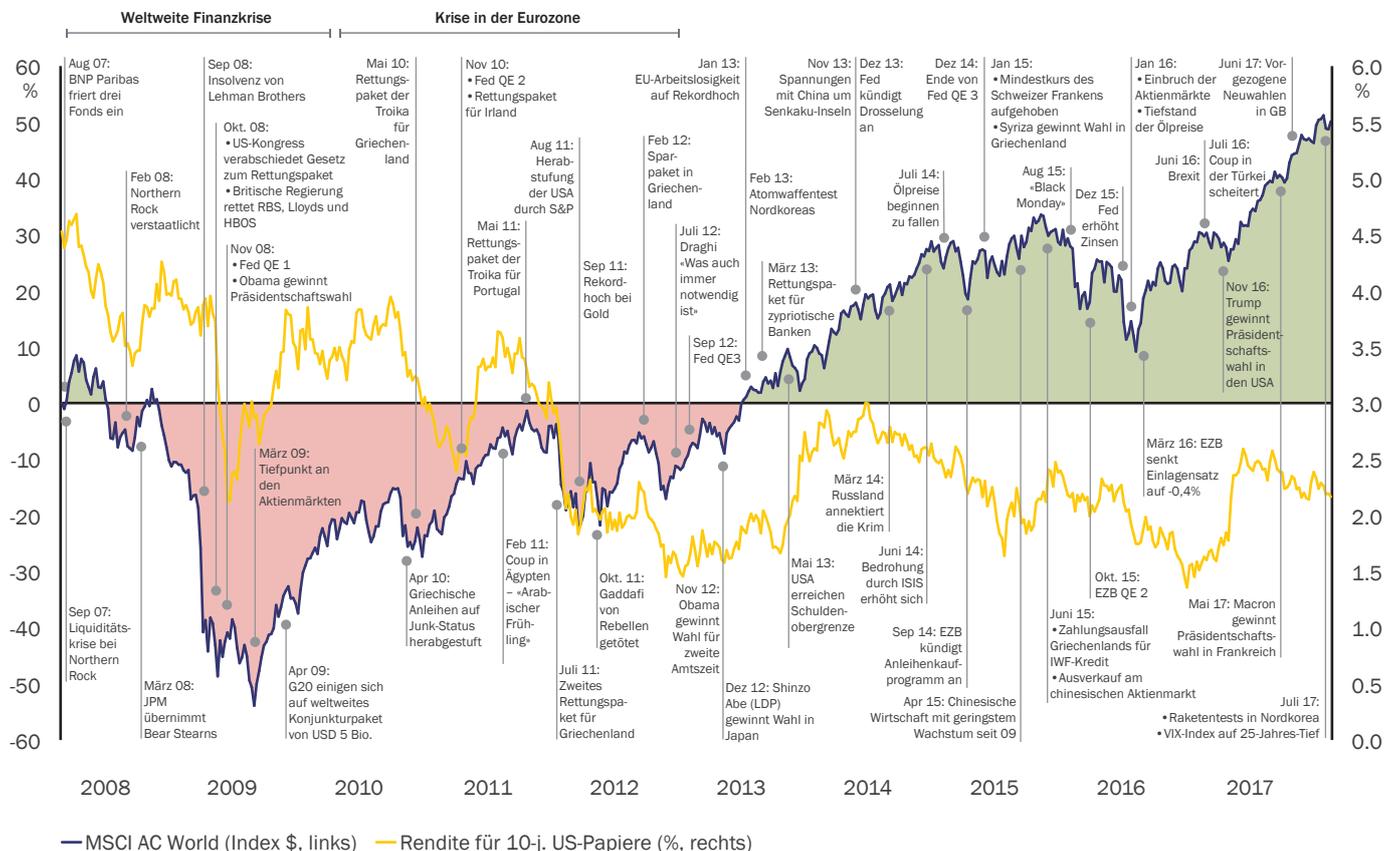
häufig nicht, und eine gewagte Politik über die Schuldenobergrenze hinaus (nächste Frist im Dezember) ist normal.

Der «Reflation Trade» war immer überbewertet. Das US-Wachstum setzte sich ohnehin schon fort. Die Gewinne hätten sich auf jeden Fall erholt, sobald die Ölpreise nicht mehr fallen. Erhebliche Steuerkürzungen wären das Sahnehäubchen gewesen. Eine protektionistische Politik schien ein Schwerpunkt der voraussichtlichen Agenda zu sein. Dass die Regierung ihre Vorhaben (bisher) noch nicht umgesetzt hat, ist wohl letztlich eine gute Neuigkeit. Vielleicht ein Fall von «fürchtbares Essen – und noch dazu so kleine Portionen».

Der französische Präsident Macron mag ebenfalls wenig populär sein, aber er versucht, die Arbeitsmarktreform in Frankreich voranzutreiben. Dass er überhaupt dazu in der Lage ist, klingt für Anleger besser, als zu Beginn des Jahres befürchtet wurde. Die grossen Gewerkschaften sind (bisher) weniger feindlich eingestellt, als sie es hätten sein können.

Abbildung 3: Ein Jahrzehnt an den Märkten

Die finanziellen Auswirkungen bedeutender wirtschaftlicher und geopolitischer Ereignisse in den letzten zehn Jahren



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Financial Times

Hinweis: Die Daten des MSCI AC World zeigen die kumulierten Gesamttrenditen vom 31. August 2007 bis zum 31. August 2017. Die grüne Schattierung weist auf eine Outperformance hin, die rote Schattierung auf eine Underperformance im Vergleich zum Startdatum.

Massnahmen zum Schutz einer Sache schaden ihr häufig – dies gilt für die US-Industrie ebenso wie für den französischen Arbeitsmarkt. Umgekehrt ist es dadurch einfacher, die Löhne zu verhandeln, und eine flexiblere Arbeitspraxis sollte zur Verbesserung der Beschäftigungslage beitragen.

Vorbehaltlich einer Überraschung nach englischem Vorbild wird Kanzlerin Merkel in den Bundestagswahlen Ende des Monats eine solide Mehrheit erzielen. Die Einwanderung ist verständlicherweise in Deutschland wie auch in anderen Ländern ein umstrittenes Thema, doch die populistischen anti-europäischen Stimmen dürften kaum etwas erreichen. Eine Wiederbelebung der deutsch-französischen Führung des europäischen Projekts ist möglich.

Ironischerweise hätten wir uns über die Themen, die uns zu Beginn des Jahres beunruhigten (Idiosynkrasien der USA, anti-europäischer Populismus), nicht unbedingt Sorgen zu machen brauchen. Andere Themen hingegen, die wir nicht im Auge hatten, wie die politische Instabilität in Grossbritannien, hätten unsere Aufmerksamkeit auf sich ziehen sollen. Grossbritannien wird für seine Rolle in der Wiederbelebung der EU kaum Lorbeeren ernten. Die endlosen Diskussionen und Debatten über den Austritt Grossbritanniens aus der EU scheinen viel kostspieliger zu werden als der wirtschaftliche Aufschwung oder die Belastung, die das Land aufgrund seines Ausscheidens netto potenziell zu erwarten hat. Unserer Einschätzung zufolge (1) ist der Austritt für britische Unternehmen schlecht, bedeutet aber keine grundlegende Veränderung, und (2) ist die Verhandlungsposition der britischen Regierung

unabhängig davon, welche Partei das Land regiert, schwach. Alles andere als ein «harter» Brexit kann als guter Wille der EU-Partner angesehen werden.

Die aufsehenerregendste Entwicklung in den letzten Wochen war die Eskalation des Risikos rund um Nordkorea und dessen Atomwaffenprogramm. Bisher liessen sich die Märkte davon kaum beeindruckt – ein weiteres Anzeichen, so argumentieren manche, für eine allzu grosse Sorglosigkeit der Anleger.

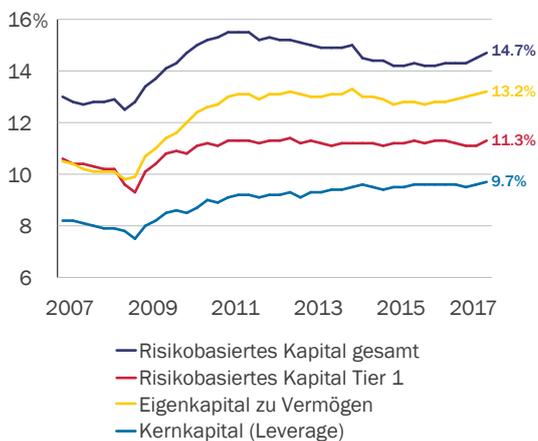
Wir halten uns nicht für geopolitische Experten und könnten uns das Weisse Haus in sichereren Händen vorstellen (doch wahrscheinlich nicht vor 2021). Doch wir verstehen die Reaktion des Marktes.

Bereits im Februar wiesen wir darauf hin, dass selbst extreme politische Risiken – wie beispielsweise die Kubakrise – die Märkte unbeeindruckt lassen, weil sie sich ausschliesslich auf Zinsen und Rentabilität konzentrieren.

Ein Krieg wäre zwar eine Katastrophe, aber die Marktakteure müssen sich sehr sicher sein, dass er auch eintritt, bevor sie vom fahrenden Zug abspringen. Die Aggression Nordkoreas kann einer defensiven Haltung geschuldet sein; das Regime sieht sich in eine Ecke gedrängt. Härtere Sanktionen sind noch möglich, und insbesondere China ist hinter den Kulissen sehr aktiv.

Abbildung 4: Geringere Fremdfinanzierung in Bankbilanzen

US-Kapitalquoten (Q2 2007 bis Q2 2017)



Quelle: Rothschild & Co, FDIC

Anlagefazit

Wir bevorzugen nach wie vor Aktien. Mittlerweile wissen wir schon gar nicht mehr, wie häufig wir gesagt haben, dass ein deutlicher Rückschlag überfällig ist und die Zyklusuhr tickt. Wir glauben dennoch, dass das Anlageklima, das von Wachstum mit relativ geringem Inflationsrisiko geprägt ist, mild und das geopolitische Risiko überschaubar bleibt.

- Wir schätzen Aktien nach wie vor nicht als besorgniserregend überteuert ein und halten sie weiterhin für diejenige Anlageklasse, die am ehesten die Inflation übersteigende Renditen erzielt. Eine Portfoliostrukturierung zur Vermeidung eines kurzfristigen Rückschlags könnte bei einer Rally der Märkte Verluste bedeuten.
- Die meisten Staatsanleihen wirken zu teuer: Ihre Renditen bleiben unter den voraussichtlichen (moderaten) Inflationsraten. Wir ziehen weiterhin Unternehmensanleihen von hoher Bonität vor, aber auch diese werden kaum positive Realrenditen erzielen. Anleihen und liquide Mittel betrachten wir als Portfolioabsicherung.
- Wir schätzen Anleihen mit verhältnismässig kurzer Duration in Europa weiterhin positiv ein. In US-Dollar-Portfolios halten wir inflationsindexierte Anleihen für attraktiv. Spekulative Unternehmensanleihen scheinen in den USA kaum noch Aufwärtspotenzial zu haben. In Europa besteht nun Aufwärtspotenzial bei den Bewertungen.
- Aus Top-down-Perspektive ist unsere Aktienausrichtung schwach ausgeprägt,

allerdings halten wir Aktien in den meisten Regionen für attraktiver als Anleihen, selbst in Grossbritannien (wo die Large-Cap-Indizes von weltweiten Trends beeinflusst werden). Wir bevorzugen nach wie vor eine Mischung aus zyklischen und langfristig wachsenden Sektoren gegenüber defensiveren anleiheähnlichen Sektoren. Diese Präferenz hat sich im letzten Monat noch verstärkt.

- Es ist nicht möglich, mit Devisengeschäften einen systematischen Wertzuwachs zu erzielen. Unsere Überzeugung in Bezug auf Wechselkurse, die schon zu Beginn selten gross war, hat weiter nachgelassen. Der US-Dollar ist aus zyklischer Sicht besonders attraktiv, aber teuer. Die grössten positiven Überraschungen kamen in diesem Jahr aus der Eurozone, deren politische Erneuerung noch nicht eingepreist ist. Der Schweizer Franken bleibt die teuerste wichtige Währung. Die hohe Bewertung scheint (neben der Stabilisierung des Euro) nunmehr erneut von Bedeutung zu sein. Wir sind immer noch der Ansicht, dass das Pfund Sterling übertrieben auf das EU-Referendum reagierte, doch unsere Überzeugung liess mit dem Wahlergebnis nach. Die Bank of England macht in Bezug auf die Zinsen nur schleppend Fortschritte. Ferner glauben wir immer noch, dass der Yuan sich wieder abschwächen wird. Derzeit wird er aber noch vom Wachstum Chinas und der verlangsamten Liberalisierung unterstützt. Am attraktivsten ist das Pfund Sterling, der Yuan bildet das Schlusslicht, die übrigen grossen Währungen liegen dazwischen.

Aggressiv passiv?

Eine unnötig polarisierende Debatte

Eine Neubetrachtung aktiver und passiver Anlageverwaltung

Der grosse Beitrag einer kleinen Gruppe von Aktien zu den Renditen des US-Marktes hat für Aufsehen gesorgt. Wir äusserten bereits die Vermutung, dass es sich dabei nicht um ein beunruhigendes Symptom einer neuen Manie handelt. Dennoch heizt die Entwicklung die langjährige Debatte an, ob Anlageportfolios besser aktiv oder passiv verwaltet werden sollten.

Zur Erinnerung: Eine «passive» Anlage bildet einen bestimmten Marktindex nach (daher ist sie auch als Indextracker bekannt). Eine passive Anlage in den FTSE 100 beispielsweise kann jede der 100 Aktien in dem Verhältnis umfassen, in dem das Papier in diesem Index vertreten ist.

In der Praxis kommt es abhängig von der technischen Methode, die zur Nachbildung des Index verwendet wird, häufig zu geringfügigen Abweichungen. Anderweitig ist ein passiver Fonds, wie der Name schon sagt, weitgehend inaktiv. Seine Positionen werden ausschliesslich von dem Index bestimmt, den er nachbildet. Da er einer im Vorfeld aufgestellten Formel folgt, sind nur wenig Research und Marketingsupport notwendig. Mit dem zunehmend stärker automatisierten Handel sind die Kosten weiter gesunken, in einigen Fällen (für gewöhnlich in den grössten und liquidesten Märkten) auf weniger als 0,1% p.a. (vor Aufschlag von Plattformgebühren).

In einer «aktiv verwalteten» Anlage kann fast jede denkbare Aktie oder Anleihe mit jeglichem Volumen vertreten sein, solange sie nicht aufgrund der im Prospekt angegebenen umfassenden Einschränkungen und Risikokontrollen ausgeschlossen ist (die den Fonds beispielsweise als «britischen Large-Cap-Fonds» bezeichnen). Der Fonds kann sich daher deutlich anders entwickeln als die Marktindizes, die mit dem gewählten Marktuniversum verbunden sind.

Diese Indizes können als Benchmarks für den aktiven Fonds fungieren. Der Manager wird voraussichtlich ausgehend davon bewertet, wie sich der Fonds im Verhältnis zu den Indizes entwickelt. Der FTSE 100 ist ein Large-Cap-Index und eine häufig genutzte Benchmark für einen britischen Large-Cap-Fonds. Es existieren jedoch

noch weitere Anbieter wie MSCI, S&P und so weiter.

Regelbasierte Fonds, wie die populären «Smart Beta»-Fonds, die beispielsweise ertragsbasierte Gewichtungen für Aktien anwenden oder einem bestimmten «Stil» folgen, hören sich passiv an und können niedrigere Gebühren erheben als viele aktive Fonds. Von den Hauptindizes können sie jedoch deutlich abweichen – in beide Richtungen.

Der durchschnittliche Anleger kann den Markt nicht schlagen: Performance ist ein Nullsummenspiel. Für jeden Anleger, der in einer Aktie übergewichtet ist, muss ein anderer (oder mehrere) eine entsprechend untergewichtete Position halten. Die Frage ist, ob Abweichungen vom Durchschnitt beständig sind. Erwirtschaften einige Anlageverwalter durchgehend bessere Renditen? Falls nicht und falls es wirklich nur um die Renditen geht, dann sind die kostengünstigeren passiven Fonds attraktiver.

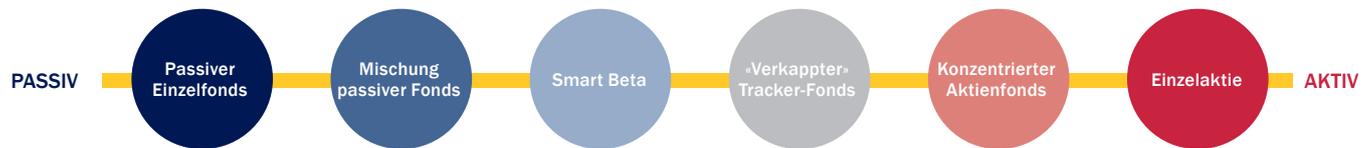
Einige aktive Manager konzentrieren sich nicht darauf, einen Index zu schlagen, sondern das reale Wachstum durch über der Inflation liegende Renditen zu erhalten. Andere streben eine absolute Rendite an, zuweilen eine spezifische Zahl, die von den Kunden vorgegeben wurde. Unabhängige Berater versuchen jedoch immer noch, die Effizienz eines Managers zu beurteilen, indem sie diskutieren, ob die genannten Ziele auch durch die Inanspruchnahme günstigerer Fonds erzielt hätten werden können.

Die Portfoliomanager hier bei Rothschild Private Wealth wollen das reale Wachstum erhalten und ausbauen. Ihre Einschätzung ist jedoch deutlich längerfristig ausgerichtet. Der wichtigste Bezugsrahmen der Manager unserer New Court-Fonds sind Firmen: Sie suchen angemessen bewertete Unternehmen mit einem nachhaltigen Wettbewerbsvorteil unabhängig von Sektor oder Region. Bei dem daraus folgenden «Bottom-up»-Ansatz wird den durchschnittlichen Marktrenditen wenig Aufmerksamkeit geschenkt.

Aktiv verwaltete Anlageklassen sind grösser, nicht nur, weil sie häufiger gehandelt werden und mit höheren Research- und Marketingkosten verbunden sind. Theoretisch erheben aktive Fonds ihre Gebühren auch aufgrund ihrer Fähigkeit, überdurchschnittliche Renditen zu

Abbildung 5: Eine Übersicht des Passiv-Aktiv-Spektrums

Unseres Erachtens sollte die Wahl einer geeigneten Anlagestrategie vom Anlageziel bestimmt sein.



Quelle: Rothschild & Co

erzielen. In der Praxis ist ihre Performance aber häufig nicht besser als bei passiven Fonds. Kollektiv kann sie es, wie bereits angemerkt, schlicht nicht sein.

Zwischen dem Verkauf von Anlagefonds und anderen Produkten besteht ein grosser Unterschied.

Wenn Sie beispielsweise ein Auto kaufen, dann haben Sie die Wahl zwischen einem wenig leistungsstarken Basismodell mit Grundausstattung oder einem schnelleren, schickeren Luxusfahrzeug. Der gezahlte Preis ist eng mit dem Fahrerlebnis verbunden, das Sie erhalten.

Ihre Anlageerfahrung ist indes nicht so eng mit den Kosten der Anlage verbunden. Es gibt keine teuren, leistungsstarken Modelle, die im Vorführraum klar als solche gekennzeichnet sind. Das ist gar nicht möglich, weil sich die Entwicklung von Anlagen viel schwieriger voraussagen lässt als das Fahrerlebnis bei Fahrzeugen. Auch das Gesetz des Durchschnitts lässt dies nicht zu (was passiert, wenn alle Anleger Anteile an einem teuren, leistungsstarken Fonds haben wollen?).

Besonders die historischen Renditen stellen keine Garantie für die zukünftige Leistung dar – worauf die Aufsichtsbehörden uns zu Recht immer wieder hinweisen.

Dies bedeutet nicht, dass keine teuren, leistungsstarken Fonds existieren. Es gibt viele. Allerdings sind eine sorgfältige Due Diligence und Überwachung notwendig, um diejenigen mit der notwendigen Zugkraft zu identifizieren. Selbst dann ist nicht gewährleistet, dass sie in der Praxis die gewünschte Leistung erzielen. Sicher können Sie die teuren Anbieter sehen – voraussichtliche Kosten sollten klar sein. Sie wissen aber nicht sicher, ob sie ihr Versprechen auch erfüllen werden.

Vielen gelingt dies nicht. Günstigere Flitzer – die passiven Instrumente – erzielen in der Praxis häufig bessere Ergebnisse als sportlichere

Anlagevehikel. Die teuerste Gruppe aktiver Anlagen – Hedgefonds – scheinen in den letzten fünf Jahren kollektiv sowohl hinter den Aktien- als auch hinter den Anleihenmärkten zurückgeblieben zu sein. Der Unterschied lässt sich nicht allein durch höhere Gebühren oder die nicht-traditionellen Ziele erklären (wie bei den oben beschriebenen Absolute-Return-Mandaten). Der durchschnittliche Hedgefonds kann als Porsche vermarktet worden sein, fuhr aber eher wie ein Bus.

Dies soll nicht bedeuten, dass die Manager von Hedgefonds oder aktiven Fonds in der Regel nicht intelligent, fleissig oder ethisch sind. Vielmehr zeigt sich, dass Intelligenz, harte Arbeit und gute Absichten nicht immer ausreichen: Bei Investitionen geht es um die Zukunft, die sich schwerlich voraussagen lässt. Gleichermassen zeichneten sich womöglich auch die erfolgreichen aktiven Manager nicht durch diese Eigenschaften aus, sondern hatten schlichtweg Glück.

Einige aktive Manager erzielen auf effiziente Weise eine Durchschnittsperformance, indem sie zahlreiche Wertpapiere in einem Mix halten, der dem des Index entspricht. Auch dies muss nicht bewusst geschehen – möglicherweise diversifizieren sie versehentlich zu stark, um das Risiko zu reduzieren. Doch solche Fonds sind in Wirklichkeit Tracker, daher sollte ihr Preis entsprechend ausfallen.

Warum die passive Verwaltung so populär ist

In der 1973 erstmals veröffentlichte Publikation *A Random Walk Down Wall Street* erklärte Burton Malkiel, dass es schwierig sei, «den Markt zu schlagen». Mit dieser Idee trug er in erheblichem Masse zur wachsenden Beliebtheit passiv verwalteter Anlagen bei. (Malkiel war lange Jahre als Direktor von Vanguard tätig, einem Vorreiter in der Nachbildung von Indizes und heute eines der drei dominanten Unternehmen in diesem Sektor.)

Passive Fonds sind intuitiv attraktiv, da die Finanzmärkte – wie Malkiel betonte – ohnehin häufig recht effizient sind.

Dies bedeutet nicht, dass sie zwangsläufig ein optimales oder rationales Ergebnis erzielen. Ein «effizienter Markt» ist im Investmentjargon ein Markt, der alle öffentlich verfügbaren Informationen rasch einpreist.

Die Marktentwicklung mag ein Rätsel bleiben und willkürlich sein, doch der wesentliche Punkt besteht darin, dass es schwierig ist, durch die Auswahl von Einzeltiteln oder Timing-Transaktionen mithilfe öffentlich zugänglicher Daten statt «Insiderinformationen» besser als der Markt abzuschneiden. (Eine «starke» Version der Hypothese vom effizienten Markt besagt, dass selbst die Kenntnis privater Insiderinformationen Anlegern keinen Vorteil verschafft. Wir bitten unsere Leser jedoch, diese Hypothese nicht selbst zu testen.)

Malkiel argumentierte, dass viele durch Anlageexperten ausgewählte Titel nicht besser abschneiden als jene, die (in einer berühmten und provokanten Analogie) von einem Affen, der mit verbundenen Augen Dartpfeile auf die Finanzseiten warf, zufällig ausgewählt werden.

Wenn die Märkte effizient sind, dann ist die Analyse der öffentlich zugänglichen Ergebnisse von Unternehmen oder Trends in den Konjunkturdaten nur begrenzt nützlich. Die Geschäfte und Absichten von Tausenden Anlegern und Händlern, für die das Ergebnis von Interesse ist, gewährleisten möglicherweise, dass sich der Wert dieses Wissens umgehend in den Marktpreisen widerspiegelt, sobald es bekanntgegeben wird.

Dies bedeutet nicht, dass beispielsweise enttäuschende Unternehmensergebnisse oder ein überraschender Zuwachs im Einzelhandelsumsatz keine Auswirkungen auf die Aktienkurse haben: Natürlich haben sie das, manchmal für eine lange Zeit. Doch die Anpassung kann so schnell erfolgen, dass es unmöglich ist, aus den Nachrichten Nutzen zu ziehen. Die Kurse bewegen sich rasch auf ihr neues angemessenes Niveau. In einigen Märkten kann dies geschehen, ohne dass überhaupt Transaktionen stattfinden.

Ein effizienter Markt erschwert es Anlegern, die besten Titel auszuwählen, deren Besitz sich lohnt, und den richtigen Zeitpunkt zu erkennen, um sie zu besitzen. Sowohl die Titelauswahl als auch Market Timing sind zwei der Mittel, die aktive Manager für gewöhnlich einsetzen.

Die passive Verwaltung ist nun schon seit einiger Zeit populär und erhielt einen weiteren Schub durch die noch günstigeren Vehikel, die verfügbar sind, seit die Handelstechnologie sich weiter verbessert hat, insbesondere

börsengehandelte Fonds (Exchange-Traded Funds, ETFs).

Einige Kommentatoren haben sich negativ über diese geäußert. Manche Anleger nahmen vielleicht fälschlicherweise an, dass ETFs die Liquidität der Basiswerte verändern. Dies trifft aber nicht zu. Andere wären möglicherweise überrascht, wenn sie die ETFs genauer aufschlüsseln und feststellen würden, welche Wertpapiere sie besitzen oder nachbilden (insbesondere im Fall der recht harmlos klingenden «Hochzinsanleihen»-ETFs). Doch die meisten ETFs sind einfach strukturierte, transparente und sehr wettbewerbsfähige Anlagen.

Intelligenz, harte Arbeit und gute Absichten sind nicht immer ausreichend: Beim Investieren geht es um die Zukunft, die sich schwerlich voraussagen lässt.

Noch komplizierter wird der Sachverhalt dadurch, dass ETFs beliebte taktische Instrumente für aktive Anleger darstellen können. Da taktisches Market Timing ebenso schwierig ist wie die Titelselektion, dürfte ihr Einsatz für diesen Zweck in einigen Fällen ironischerweise zu schwachen Renditen beigetragen haben – daran sind aber keinesfalls die ETFs schuld.

Fast ein Drittel der Fonds, die in US-Aktien investieren, werden passiv verwaltet; vor ungefähr 15 Jahren waren es lediglich ein Zehntel. Anderswo ist das Verhältnis wahrscheinlich niedriger, obwohl es einige bekannte Ausnahmen gibt. In Japan hat der staatliche Pensionsfonds – mit einem verwalteten Vermögen von 1,4 Bio. US-Dollar der grösste der Welt – die meisten seiner Positionen in japanischen Aktien in passive Instrumente investiert. Die Bank of Japan hat ETFs verwendet, um die Aktien zu erwerben, die sie im Rahmen ihrer unkonventionellen Geldpolitik gekauft hat.

In Wirklichkeit fällt die Markteffizienz je nach Region, Vermögenswerte und Zeitpunkt unterschiedlich aus. Nicht alle Märkte sind gross oder liquide genug, um eine laufende Überwachung durch eine Legion von Anlageanalysten zu rechtfertigen. Selbst diejenigen, die gross genug sind, sind nicht immun gegenüber Modeerscheinungen: Die

Dynamik kann anhalten und zu Mitläufereffekten sowie Auf- und Abschwüngen führen, deren Sog sich passive Anleger nicht entziehen können. Dies ist einer der Gründe (aber nicht der einzige), aus denen wir bezweifeln, dass sie alle Früchte ernten können.

Passiv oder aktiv? Passiv und aktiv!

Viele Experten nehmen an, dass der passive «Zug» unaufhaltsam ist – und sein sollte. Da der Vormarsch passiv verwalteter Anlagen weniger stark ausfiel als anfänglich erwartet, gab unsere Begeisterung etwas nach. Nach unserem Dafürhalten ist die Aktiv-Passiv-Debatte unnötig polarisierend.

Die Argumente für einige passive Anlagen sind überzeugend, und für viele mag es daher die Standardoption sein. Stellen Sie sich aber mal eine Welt vor, in der alle Anlagen passiv verwaltet werden. Was würde in diesem Fall mit der Governance von Unternehmen und Märkte geschehen? Wer wird Managementteams für eine mangelhafte Performance zur Rechenschaft ziehen oder aus fehlbewerteten Anlagen Nutzen ziehen? Wie signalisieren die Kapitalmärkte den bestmöglichen Einsatz von Kapital, wenn sich niemand mit der Rentabilität oder den Bewertungen beschäftigt – sind diejenigen, die Indizes zusammenstellen, die richtigen Personen für diese Aufgabe?

Der Vormarsch passiv verwalteter Anlagen fiel weniger stark aus als anfänglich erwartet, und unsere Begeisterung ist ein wenig gemässiger.

Von effizienten Märkten fest überzeugte Marktakteure könnten argumentieren, dass solche Anomalien an vollkommen funktionstüchtigen Märkten mit offenem Wettbewerb nicht auftreten würden. Unser Glaube an die Marktwirtschaft ist nicht so stark. Wahrscheinlich ist eine wahre Arbitrage notwendig, damit die Märkte in der Praxis funktionieren, nicht nur deren Androhung in der Theorie. Der staatliche japanische Pensionsfonds reduziert aus eben diesem Grund seine deutliche passive Ausrichtung: Die Verantwortlichen sind besorgt, dass die allgemeine allokativen Effizienz leidet.

Für beide Ansätze bietet sich reichlich Raum. Wir können unseren Kunden empfehlen, sich beide Möglichkeiten offenzuhalten, und tun dies auch

häufig. Unsere Portfoliomanager setzen passive Fonds ein, doch die zumeist aktive Vermögensverwaltung, die wir anbieten, ist nach unserem Dafürhalten die beste Möglichkeit, um die Ziele unserer Kunden zu verwirklichen. Wie gesagt sind diese Ziele häufig nicht in Form von Marktindizes, sondern eher als Vermögenserhalt formuliert.

Passive Anlagen sind nicht perfekt – nicht alle Märkte sind gleich oder dauerhaft effizient – und die aktive Verwaltung kann erhebliche Vorteile haben.

Kommen wir zu dem potenziellen Problem zurück, das sich durch die Dominanz einer kleinen Gruppe von Aktien bei der Erwirtschaftung von Marktrenditen stellt: Es ist unwahrscheinlich, dass passive Anlagen Ursache für ihre Dominanz sind, aber passive Fonds können nichts tun, um sie in Grenzen zu halten. Sie sind verpflichtet, die Bestandteile der Indizes nachzubilden, unabhängig davon, wie unausgewogen diese sein mögen.

Passive Anleihenfonds können einem anderen Konzentrationseffekt ausgesetzt sein. Wenn ein Emittent mehr Geld leiht und seine Kreditwürdigkeit herabgestuft wird, sehen sich passive Fonds veranlasst, ihre Positionen aufzustocken – möglicherweise ein Fall von Belohnung für Versagen. Italienische Staatsanleihen (BTPs) sind in den europäischen Anleihenindizes hoch gewichtet.

Anleger, die in passive Fonds investieren, könnten sich von einem allzu stark konzentrierten oder ansonsten überhitzten Markt mitreissen lassen und hoffen, ihren Tracker zum richtigen Zeitpunkt zu verkaufen. Doch Market Timing ist eines der Themen, über das passive Anleger sich keine Sorgen machen sollten. Bei passiven Anlagen folgen sie der Berg- und Talfahrt des Marktes – unabhängig davon, wie turbulent es zugeht. Viele Privatkunden rebellieren im Besonderen gegen die Vorstellung, einen fallenden Index nachzubilden.

Die Möglichkeit, dass Marktindizes nicht mehr repräsentativ sein könnten, beschränkt sich nicht nur auf die Rollen, die dominante Aktien spielen, sondern erstreckt sich auch auf Sektoren und Länder. Nicht alle Anleger wären beispielsweise begeistert davon, Anteile an einem Schwellenmarktfonds zu halten, der von chinesischen A-Aktien dominiert ist, was durchaus im Bereich des Möglichen liegt. Derzeit ist Südkorea der zweitgrösste Markt im MSCI Emerging Markets Index. Ein Viertel des koreanischen Index entfällt auf ein Unternehmen, nämlich Samsung. Das ist nicht

das, was viele Anleger, deren Interesse durch die gerade abgeschlossenen BRIC-Gespräche (Brasilien, Russland, Indien und China) geweckt wurde, erwarten würden.

Market Timing ist ebenso schwierig wie die Auswahl von Einzeltiteln. Ein aktiver Manager kann zumindest die holprigen Wege, auf denen sich die einzelnen Märkte bewegen, durch den Einsatz diversifizierender Anlagen ausgleichen. Vermögensverwalter können diese Diversifikation nicht nur region- und sektorübergreifend erweitern, sondern auch über Anlageklassen hinweg, einschliesslich der sorgfältig ausgewählten alternativen Anlagen und sonstigen Formen des Portfolioschutzes, die in jüngster Zeit von unseren Portfoliomanagern bevorzugt wurden.

Eine vollkommen und rein passive Herangehensweise an eine solch umfassendere Vermögensverwaltung oder Vermögensallokation würde eine genaue Darstellung des gesamten Anlageuniversums, des «Marktportfolios» aus verschiedenen Anlageklassen, erfordern. Alles andere ist in gewissem Masse eine «aktive» Anlage.

Die Strukturierung eines solchen Portfolios ist jedoch schwierig. Die geeigneten Kategorien von Anlagen – die investierbaren Anlageklassen – sind umstritten. Oft sind ihre jeweiligen Grössen einfach nicht bekannt. Dies gilt nicht nur für verhältnismässig exotische Anlagen wie Aktien und Anleihen aus Schwellen- oder Frontiermärkten, spekulative Unternehmensanleihen, kommerzielle Kredite usw. Welche Faktoren würden beispielsweise bei der Festlegung der angemessenen Gewichtungen für Barmittel und Immobilien in einem rein passiven Multi-Asset-Portfolio den Ausschlag geben?

Die Finanzmathematik, die Schätzwerte für Renditen und Volatilität zugrunde legt, um «optimale» (renditeorientierte) Portfolios zu strukturieren oder «Risikoparität» (risikoorientiert) anzubieten, funktioniert nicht. In der Realität gibt es keine «Risikoaufschläge», die Standardabweichung der historischen Renditen liefert keine verlässlichen Hinweise auf das «Risiko» per se. Auch die Fremdverschuldung, die mit der «Risk-Parity»-Methode einhergeht, bringt eine neue Art von Gefahr und Pfadabhängigkeit in die Anlagetätigkeit ein.

Folglich gibt es zwar einige passive Multi-Asset-Fonds, aber noch keine vollkommen passiven ausgewogenen Fonds, die überzeugend eine umfassende Vermögensverwaltung anbieten, indem sie volatile Aktienrenditen mit stabileren

und möglichst weniger korrelierten Renditen von anderen Vermögenswerten verbinden.

Es gilt einige weitere praktische Erwägungen zu berücksichtigen. Die voraussichtlichen längerfristigen Renditen von Aktien dürften diejenigen anderer Vermögenswerte übersteigen. Wenn alle Vermögenswerte in ähnlichen Mengen ausgegeben werden, könnte sich der Aktienanteil in einem rein passiven Mixed-Asset-Portfolio allmählich 100% annähern (diesen Wert jedoch nicht erreichen). Die Notwendigkeit einer Neuausrichtung kann nicht vermieden werden: Dies setzt zu einem gewissen Zeitpunkt eine aktive Entscheidungsfindung voraus.

Bei der Anlageerfahrung geht es um mehr als nur die Renditen einzelner Titel, so wichtig sie auch sind.

Worum es beim Investieren nicht geht

In der Marketingliteratur wird Investieren häufig als unaufhörliche Jagd nach Gewinnen, bei welcher der Sieger alles bekommt, dargestellt. Dabei suchen selbstbewusste, eigensinnige Männer (es sind für gewöhnlich Männer), die es eilig haben, vor dem Hintergrund eines bevorstehenden Dramas unermüdlich nach den einzigartigen, präzise strukturierten optimalen Portfolios, die ihre anspruchsvollen, risikobereiten Investoren rasch reich machen.

Die ständige Umschichtung von Portfolios im Zuge der beharrlichen Suche nach dem nächsten guten Griff oder einem besseren Ein- oder Ausstiegspunkt erzeugt Transaktionsgebühren – die einzeln gesehen nicht viel kosten, aber insgesamt genommen sehr teuer kommen.

Andere aktive Manager erkennen, dass die Realität prosaischer ist. Drama bildet die Ausnahme, und die Reaktion auf Ereignisse kann wichtiger sein als die Vorhersage. Niemand kann in die Zukunft blicken, und – wie bereits gesagt – funktioniert die optimale Portfoliomathematik nicht. Anleger werden nicht zwangsläufig dafür belohnt, riskante oder illiquide Vermögenswerte zu halten. Unser Verständnis einer erfolgreichen Anlagetätigkeit besteht nicht darin, schnell reich werden zu wollen, sondern Vermögen über lange Zeit zu erhalten und aufzubauen.

Aktive Manager können eine langfristige Perspektive einnehmen, die sich den Erhalt von Realkapital zum Ziel gesetzt hat – indem die Inflation geschlagen wird. Zu diesem Zweck konzentrieren sie sich auf Unternehmen, die in

einem oder zwei Jahrzehnten voraussichtlich noch existieren, und vermeiden in der Zwischenzeit unnötige Portfolioumschichtungen und übermässige Risiken. Insbesondere müssen aktive Manager sich nicht an Market Timing beteiligen. Unsere Portfoliomanager tun alles andere als das.

Ein solcher langfristig angelegter Multi-Asset-Ansatz kann nicht einfach im typischen Zeitrahmen für die Bewertung von Aktiv gegenüber Passiv beurteilt werden, der kürzer und auf Einzeltitel-Portfolios beschränkt ist.

Anleger, die auf den eigentlichen Wert setzen und aus der Mode gekommene Aktien kaufen, weil sie glauben, dass die Märkte deren Wert eines Tages erkennen werden, nehmen eine Underperformance im Vergleich zum Marktindex in Kauf, bevor ihre Strategie schliesslich Früchte trägt. Selbst Malkiel erkannte, dass einige aktive Strategien – einschliesslich jener, die auf Bewertungen und langfristigen Perspektiven beruhen – attraktiver sind als andere.

Auch eine verantwortungsvolle Verwaltung ist wichtig

Bei der Anlageerfahrung geht es um mehr als nur die Renditen einzelner Titel, so wichtig sie auch sind. Volatilität, Diversifikation über Anlageklassen hinweg, eine langfristige Perspektive und die Bekämpfung der Inflation sind ebenfalls wichtig, wie wir gesehen haben. Gleiches gilt für eine verantwortungsvolle Verwaltung und Besorgung der Geschäfte sowie individuell zugeschnittenen Kundenservice.

Passive Fonds bieten einen offensichtlichen Weg, selbst durch die Anlagewelt zu navigieren. Doch die gesparten Gebühren müssen im Verhältnis zur Zeit und zum Engagement betrachtet werden, das selbst ein entschlossen passiv ausgerichteter Anleger vorsehen muss. Nicht alle Anleger wollen sich damit auseinandersetzen, welche Anlagen und Märkte sie beobachten sollten. Viele bevorzugen es, die Verantwortung gänzlich einem rechenschaftspflichtigen Berater zu übertragen, der sich für sie den Kopf zerbrechen kann.

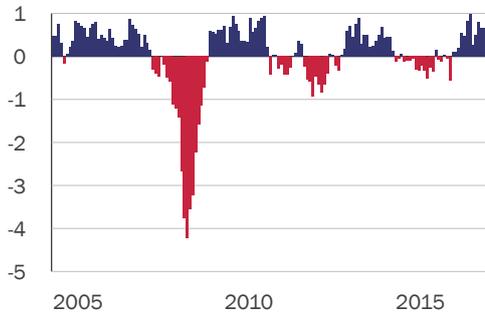
Fazit

Ein «Entweder/Oder»-Ansatz in Bezug auf passive und aktive Anlagelösungen ist nach unserem Dafürhalten mit allzu starken Beschränkungen verbunden. Passives Investieren wird und darf zugegebenermassen auch nicht alle Früchte ernten. In einem ausgewogenen Portfolio ist Raum für beide Ansätze. Unsere eigenen Portfoliomanager können passive Fonds einsetzen, wenn sie der Ansicht sind, dass sie am besten ein bestimmtes Ziel erreichen.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

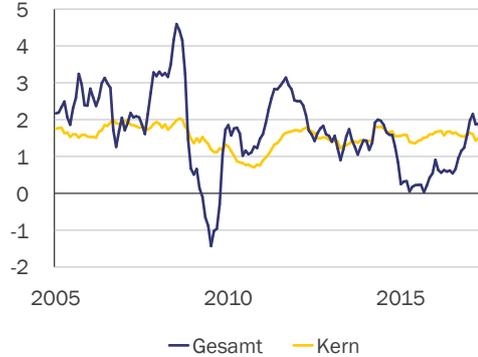
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



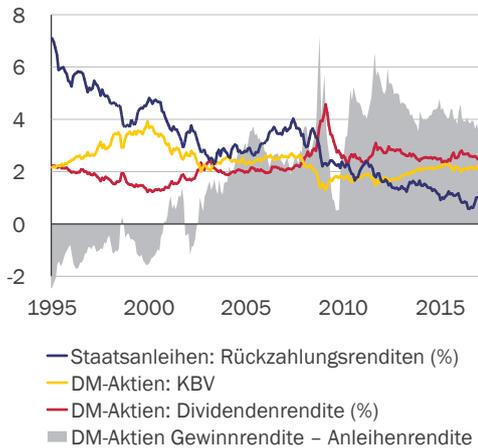
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	2.1	-1.4	9.0
10-J.-US-Gilt	1.0	-1.0	17.2
10-J.-Bundesanleihen	0.4	-2.0	8.3
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.1	-1.9	6.4
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.0	-0.4	5.5
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.5	0.3	9.9
Globale Anl.: Hochzins (USD)	5.2	8.7	18.7
EM (USD)	4.4	4.8	15.8

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.4	16.2	24.8
DM	2.4	15.4	25.1
EM	2.4	21.8	21.8
US	2.0	15.5	28.4
Eurozone	3.1	17.1	25.0
GB	4.2	13.9	21.0
Schweiz	3.2	11.9	12.7
Japan	2.0	21.0	29.1

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	321	-1.8	20.5
Euro (EUR)	282	4.5	6.2
Yen (JPY)	473	-7.8	4.8
Pfund (GBP)	96	-5.5	-12.7
Schweizer Franken (CHF)	305	-0.8	7.9
Chin. Yuan (CNY)	36	0.5	6.5

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	181	0.4	-38.2
Brent Rohöl (\$/b)	52.4	11.4	-49.2
Gold (\$/oz.)	1,321	0.9	2.6
Industriemetalle (1991 = 100)	265	35.5	-6.8
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	10.6%	-21.1	-11.6
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	5.1%	-26.0	-15.5

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per 31. August 2017.

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

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
Kanalsinseln
+44 1481 705194

Hongkong

16th Floor Alexandra House
18 Chater Road
Central Hong Kong SAR
Volksrepublik China
+852 2525 5333

London

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

Manchester

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

Mailand

Via Agnello 5
20121 Mailand
Italien
+39 02 7244 31

Paris

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

Singapur

One Raffles Quay
North Tower
1 Raffles Quay #10-02
Singapur 048583
Singapur
+65 6535 8311

Zürich

Zollikerstrasse 181
8034 Zürich
Schweiz
+41 44 384 71 11

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 Zusage 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.