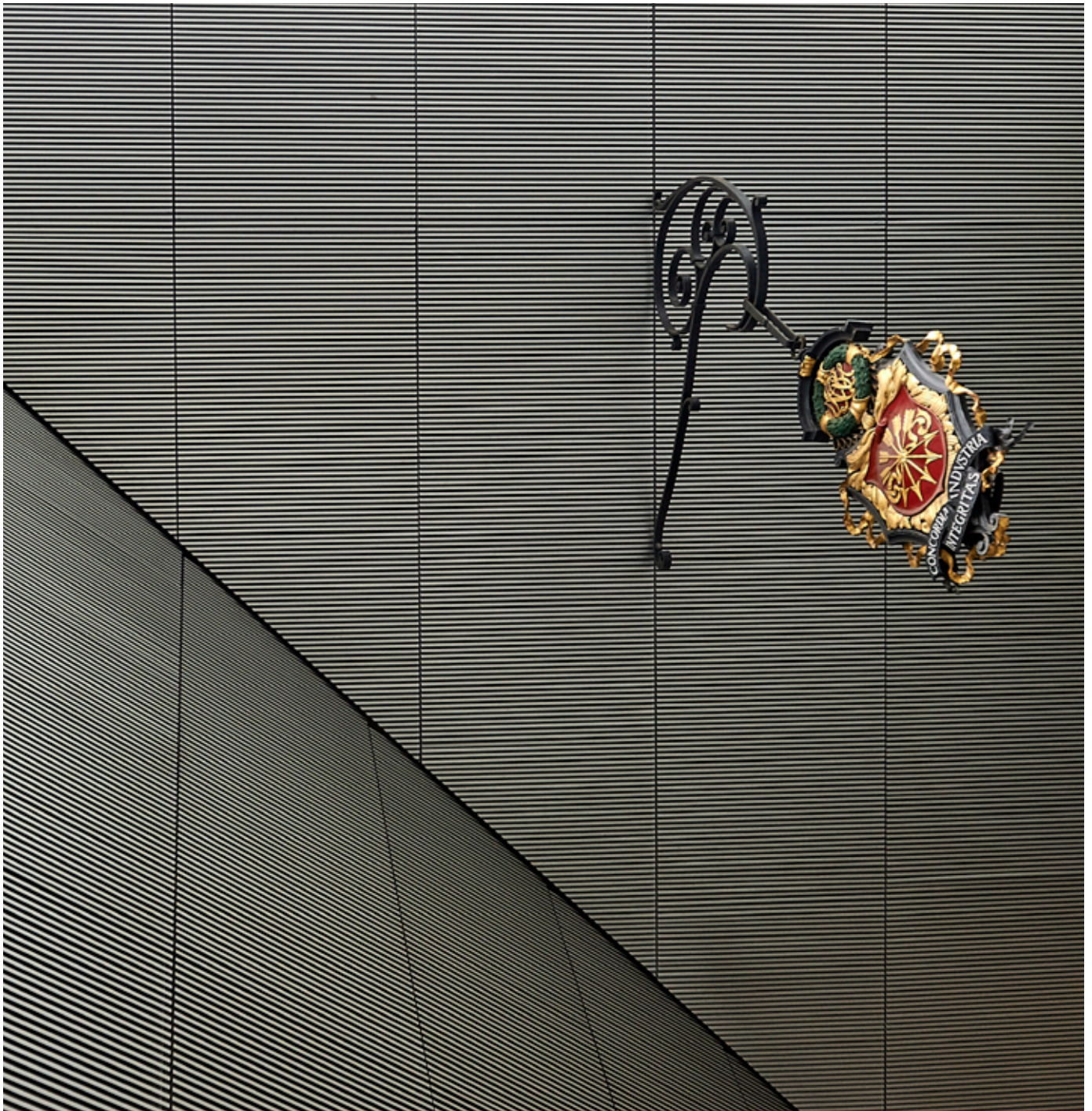


# Marktausblick



Leidenschaftlich zweifelnd | Chinas Schulden

Ausgabe 81 | Juli/August 2017



# Vorwort

Die grössten Neuigkeiten seit dem letzten *Marktausblick* sind sicher die Ergebnisse der letzten Parlamentswahl in Grossbritannien. Für den Grossteil der restlichen Welt war es eher „Business as Usual“.

Der französische Präsident Macron hat ein Mandat für seine liberalen Reformvorhaben gewonnen und die potenziell besorgniserregenden Ansichten der Regierung des US-Präsidenten Trump beschränken sich weiterhin auf 140 Zeichen. Das Wirtschaftswachstum ist nach wie vor solide und wird von einem (bislang) nur verhaltenen Inflationsrisiko begleitet. Solange dieses Risiko gering bleibt, wird die voraussichtliche Erholung der globalen Zinsen weiterhin nur allmählich vonstattengehen.

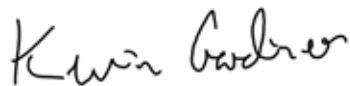
Insgesamt stehen wir dem globalen Anlageklima weiterhin optimistisch gegenüber und empfehlen, eventuelle (längst überfällige) Abschwächungen zu nutzen, um langfristige Positionen in wachstumsorientierten Anlagen aufzustoocken.

Das Ergebnis der Wahlen in Grossbritannien hat uns dennoch überrascht. In diesen ungewöhnlich sonnigen Zeiten stehen die politischen Eiscremeverkäufer nicht mitten am Strand, sondern so weit entfernt wie möglich. Die Wähler drängen sich in der Mitte, aber die Optionen, die ihnen offenstehen, haben sich an den Rand verlagert.

Für Unruhe unter den lokalen Anlegern ist es wahrscheinlich noch zu früh. Eine deutliche Erhöhung der Unternehmenssteuern und/oder eine riskante Kehrtwende bei der Fiskalpolitik sind noch lange keine abgemachte Sache, auch wenn sie näher ist als von uns erwartet. Welche Form der Brexit annimmt, hing von Anfang an grösstenteils von unseren EU-Partnern ab.

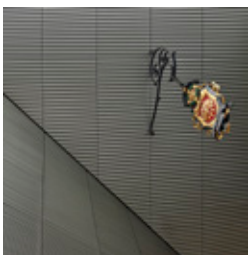
Die geschwächte britische Regierung kann noch etwas mehr Darlehen aufnehmen, wenn sie das will – zu Realzinsen, die für die meisten ihrer Vorgänger unvorstellbar gewesen wären (selbst nach der jüngsten Rally der Renditen britischer Staatsanleihen). Und es fehlt nicht nur der Regierung an Kohärenz.

Die nächste Ausgabe von *Marktausblick* wird im September veröffentlicht. Falls erforderlich, werden wir uns jedoch bereits zu einem früheren Zeitpunkt zurückmelden.



**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: Juli 2017.  
Stand der Daten: 30. Juni 2017.  
Quelle für Grafiken und Tabellen:  
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

# Leidenschaftlich zweifelnd

Unvoreingenommen bleiben

„Die Besten sind des Zweifels voll, die Ärgsten sind von der Kraft der Leidenschaft erfüllt.“  
W.B. Yeats

## Wachstum und geringe Inflation (Fortsetzung)

Wir sind weit gekommen.

Die US-Wirtschaft befindet sich in ihrem neunten Jahr der Expansion. Die Nachfrage des Privatsektors ist bislang um insgesamt 3 Prozent gestiegen – kaum ein Unterschied im Vergleich zum vorigen Zyklus. Wir bezweifeln, dass das allein der lockeren Geldpolitik zuzuschreiben ist.

Über weite Strecken der letzten acht Jahre war weltweit die Rede von einer überschuldeten, demografisch eingeschränkten, ressourcenarmen, dekadenten, gefährlichen, deflationsanfälligen und von Robotern bedrohten Wirtschaft („die Zukunft ist auch nicht mehr das, was sie einmal war“). Die Weltwirtschaft ist jedoch gegenüber ihrem Tiefpunkt während der globalen Finanzkrise im Jahr 2009 auf realer Basis um rund 33 Prozent (22 Prozent auf Pro-Kopf-Basis) und gegenüber ihrem Höhepunkt vor der Krise um 31 Prozent gewachsen.

Die Arbeitslosenquote befindet sich in Deutschland, Japan, Grossbritannien und beinahe auch in den USA auf dem niedrigsten Stand seit Jahrzehnten (Abbildung 1). Die Inflation macht einen guten Eindruck. Die chinesische Wirtschaft ist unter ihren angeblichen internen Widersprüchen nicht zusammengebrochen (siehe zweiter Essay).

Angesichts des weithin verkündeten Niedrigzinsumfelds betrug die annualisierten Renditen der globalen Aktien- und Anleihenmärkte seit dem Tiefststand der Krise in US-Dollar insgesamt 14 Prozent bzw. 4 Prozent. Mit 3 Prozent bzw. 4 Prozent liegen sie selbst verglichen mit dem vorigen Höchststand immer noch über der Inflation der Industrieländer.

Dieses Ergebnis ist nicht überraschend, auch wenn das Wachstum, die Zinsen und das Niveau an den Aktienmärkten für die einzelnen Jahre (wie üblich) nicht den Prognosen entsprachen.

Die öffentliche Wirtschaftsdebatte wird durch Teilnehmer geprägt, die auf der Suche nach Sensationen sind. In Wahrheit jedoch war nach der Katastrophe der Finanzkrise eine längere Erholungsperiode immer denkbar, auch wenn die

Schlagzeilen zur „langfristigen Stagnation“ einen anderen Eindruck vermittelten.

Anlagen, bei denen das Gesamtbild betrachtet wird, sind genauso wie thematische Anlagen im Allgemeinen gut für die Marketingabteilungen, aber nicht so gut für die Portfolios.

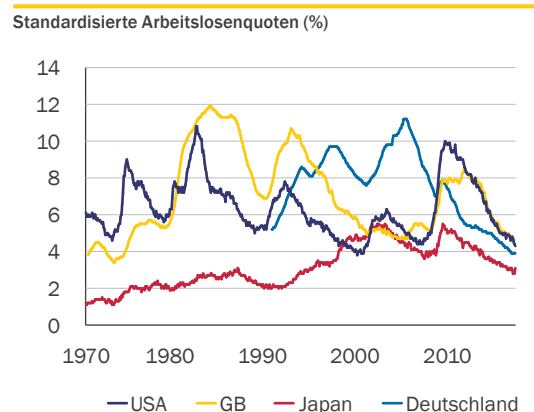
Wie geht es weiter? Unser zurückhaltender Ansatz des „Durchlavierens“ wird sicher irgendwann ins Stocken geraten, und eine verkaufsfördernde Wirtschaftslehre wird erneut im Zentrum der Aufmerksamkeit stehen. Die Geschichte wiederholt sich, nicht zuletzt, weil die freie Marktwirtschaft und liberale Kapitalmärkte von Menschen und ihren extrapolativen, ansteckenden Emotionen gelenkt werden. Wir haben aus unseren Fehlern gelernt und könnten sie sicher im Detail wiederholen (um den britischen Komödianten Peter Cook zu zitieren).

Fürs Erste glauben wir jedoch, dass sich der nächste zyklische Abschwung und/oder die nächste Finanzkrise weiterhin am Horizont abzeichnet.

Die Vermutungen zu einer populistischen Gegenreaktion lagen – trotz des Wahlergebnisses in Grossbritannien – daneben (siehe unten). Tatsächlich könnte die EU neuen Auftrieb erhalten, anstatt zusammenzubrechen.

Die Liberalisierung des französischen Arbeitsmarkts durch Präsident Macron mag zwar eher unwahrscheinlich erscheinen. Doch vor nur

**Abbildung 1: Deutschland, Japan, Grossbritannien, USA: Nahe an der Vollbeschäftigung?**



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

drei Monaten hätten die wenigsten Kommentatoren darauf gewettet, dass er überhaupt in der Lage sein würde, es zu versuchen – und noch dazu mit der Unterstützung einer klaren Mehrheit im Parlament. Es sieht zunehmend danach aus, dass Kanzlerin Merkel nach den Wahlen im Herbst im Amt bleiben wird. Die italienische Regierung hat endlich mit der Neustrukturierung – und teilweisen Finanzierung – ihrer schwächsten Banken begonnen.

Präsident Trump ist weiterhin für Schocks gut, hat seine Aufmerksamkeit aber bislang noch nicht wichtigen wirtschaftspolitischen Angelegenheiten zugewandt. Wer weiss, ob er das überhaupt je tun wird.

In der Zwischenzeit deuten Wirtschaftsindikatoren auf ein anhaltendes robustes Wachstum, wobei ausgerechnet die Eurozone bei den erfreulichen Überraschungen ganz vorne steht. In den USA und in der Eurozone gibt es nur wenige Anzeichen zyklischer Exzesse. In Grossbritannien lassen sich zwar Anzeichen dafür erkennen, sie werden aber durch das in letzter Zeit schwache Pfund verstärkt (weitere langfristige Risiken stehen jedoch möglicherweise bevor; siehe unten). Die Sorgen um eine mögliche harte Landung Chinas haben weiter nachgelassen.

Die US-Notenbank ist nicht länger die einzige grosse Bank, die erkannt hat, dass eine Normalisierung der Geldpolitik inzwischen angebracht ist. Sowohl die Europäische Zentralbank (EZB) als auch die Bank of England schlagen bereits eine weniger entgegenkommende Rhetorik an. Das lässt sich

nicht nur aus den Hinweisen auf die zukünftige Zinspolitik des Gouverneurs ablesen, die sich ohnehin häufig ändern, sondern auch aus den Stimmen des geldpolitischen Ausschusses.

Allerdings wird die weltweite geldpolitischen Straffung – die sich ohne ein unmittelbares grosses Inflationsrisiko in höheren Realzinsen niederschlägt – voraussichtlich allmählich erfolgen. Unter solchen Umständen begrüssen wir eine solche Normalisierung. Sie wird dazu beitragen, die Verzerrungen bei den Anleihenkursen zu verringern und die akkurate Bewertung von Kapital wieder zu ermöglichen – wobei Risikoanlagen unserer Meinung nach die Niedrigzinsen von heute nicht ausreichend reflektieren.

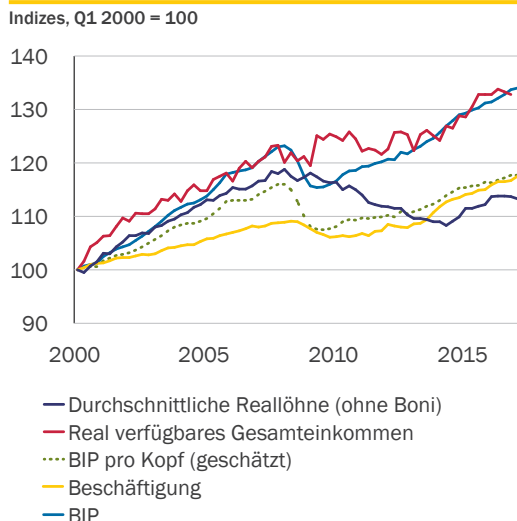
Wenden wir uns der britischen Parlamentswahl zu. Im Mai deuteten wir an, dass „aus Anlegersicht das relevante Ergebnis vielleicht politische Stabilität“ sein könnte. Wir hatten ja keine Ahnung.

Wir sind von der Dauerhaftigkeit der Gefühle, die zu diesem Ergebnis führten, nicht überzeugt. Berichte zum Tod des Eigeninteresses scheinen verfrüht – Studenten sind gegen die Versuchung auch nicht gefeierter als Steuerzahler – und die Regierung konnte sich nicht überzeugend präsentieren.

Sie hätte beispielsweise darauf hinweisen können, dass die britischen Reallöhne im Schnitt zwar unter dem Höchststand von 2007 liegen, dieser Stand aber aus historischer Sicht hoch war und auf nicht tragfähigen Bankbilanzen beruhte. Und in der Zwischenzeit sind die Beschäftigungszahlen auf neue Höhen geklettert, gemeinsam mit dem verfügbaren Gesamteinkommen und dem Nationaleinkommen pro Kopf (Abbildung 2). Zu gemässigten Zeiten hätten diese positiven Entwicklungen die negativen Entwicklungen aus der Sicht der Wähler vielleicht ausgeglichen.

Die Stimmung der Öffentlichkeit scheint jedoch besonders feurig, wozu auch die traurigen Ereignisse der letzten Zeit beitrugen. Wir müssen einräumen, dass Investitionen mit Fokus auf Grossbritannien auf mittlere Sicht etwas grösseren Risiken (durch Steuern und Inflation) ausgesetzt sind als zuvor.

**Abbildung 2: Reallöhne und Beschäftigung in Grossbritannien**



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

## Anlagefazit

Wir bevorzugen nach wie vor Aktien. Wir warnen erneut davor, dass es seit über einem Jahr nicht zu erheblichen Abschwüngen gekommen ist. Die zyklische Zeitbombe tickt (siehe oben). Wir glauben dennoch, dass das Anlageklima, das von Wachstum mit relativ geringem Inflationsrisiko geprägt ist, mild 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 erscheinen zu teuer: Ihre Renditen bleiben unter den voraussichtlichen Inflationsraten. Wir ziehen weiterhin Unternehmensanleihen von hoher Bonität vor, aber auch diese werden kaum positive Realrenditen erzielen. Anleihen und liquide Mittel betrachten wir gegenwärtig als Portfolioabsicherung.
- Wir bevorzugen nach wie vor Anleihen mit relativ niedriger Duration. Bei Portfolios, die auf US-Dollar lauten, sind wir inzwischen neutraler positioniert und stehen inflationsindexierten Anleihen positiver gegenüber. In Grossbritannien machen inflationsindexierte britische Staatsanleihen selbst nach der Inflationsbeschleunigung im letzten Monat und dem voraussichtlich mittelfristig bevorstehenden Inflationsanstieg weiterhin einen teuren Eindruck.
- Wir bevorzugen in den meisten Regionen weiterhin Aktien gegenüber Anleihen, selbst in Grossbritannien (wo die Large-Cap-Indizes ohnehin von globalen Trends bestimmt werden). Wir bevorzugen nach wie vor eine Mischung aus zyklischen und langfristig wachsenden Sektoren gegenüber defensiveren anleiheähnlichen Sektoren.
- Die oben angesprochenen positiven Entwicklungen in der Eurozone haben nunmehr unsere noch verbliebene Skepsis gegenüber dem Euro ausgeräumt. Dem US-Dollar gegenüber sind wir entsprechend weniger positiv eingestellt – und das trotz unserer weiterhin zuversichtlichen Einschätzung der US-Wirtschaft. Die Bewertungen deuten schon seit Langem in diese Richtung und könnten an Bedeutung gewinnen. Wir glauben immer noch, dass das Pfund auf das Brexit-Referendum überreagierte. Angesichts des Wahlergebnisses in Grossbritannien lässt unsere Überzeugung diesbezüglich jedoch nach, selbst wenn sich Zinserhöhungen abzeichnen. Mit noch weniger Überzeugung als zuvor – hier ist eine hohe Überzeugung ohnehin selten angebracht, da es nicht möglich ist, durch Devisengeschäfte einen systematischen Wertzuwachs zu erzielen – sieht unser Ranking der Währungen auf Sicht von einem Jahr so aus: Am attraktivsten ist das Pfund Sterling, der Yuan bildet das Schlusslicht, und die anderen grossen Währungen liegen dazwischen.

# Chinas Schulden

## Ein inländisches Problem

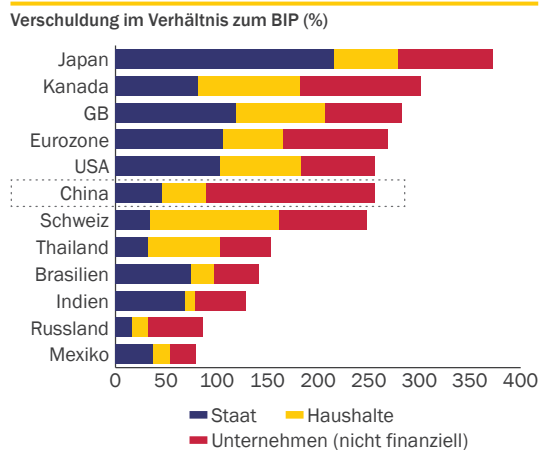
Der 19. Parteitag der Kommunistischen Partei Chinas in diesem Herbst stellt sowohl aus geopolitischer als auch inländischer Sicht ein wichtiges Ereignis dar: Es wird das neue Zentralkomitee gewählt und der strategische Plan für die kommenden fünf Jahre festgelegt. Die Welt wartet mit angehaltenem Atem darauf, ob und wie Präsident Xi seine vielleicht grösste Prüfung besteht: das Kreditwachstum Chinas und das Risiko einer breit angelegten systemischen Krise.

Die Gesamtverschuldung Chinas hat sich in den letzten acht Jahren vervierfacht. Das Schuldenniveau entspricht inzwischen dem der Industrieländer (Abbildung 3). Die Staatsverschuldung liegt weiterhin bei bescheidenen 40 Prozent des BIP. Es sind vor allem die Haushalte und insbesondere die Unternehmen, die für den starken Anstieg der Schulden verantwortlich sind.

### Minsky: „Stabilität führt zu Instabilität“

Da die Schulden insgesamt weiter ansteigen, befürchten viele Ökonomen, dass diese „Schuldenblase“ die nächste grosse Finanzkrise auslösen könnte. Die Kredit/BIP-Lücke, eine Kennzahl, die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bekannt gemacht wurde, hat sich für die Vorhersage bevorstehender Finanzkrisen als zuverlässig erwiesen (Abbildung 4). Auf jede Phase mit überdurchschnittlichem Kreditwachstum folgte eine Finanzkrise, die weitreichende negative wirtschaftliche

**Abbildung 3: Aktuelle Verschuldungsniveaus**



Quelle: IWF, BIZ, Rothschild & Co  
Hinweis: Daten korrekt zum vierten Quartal 2016

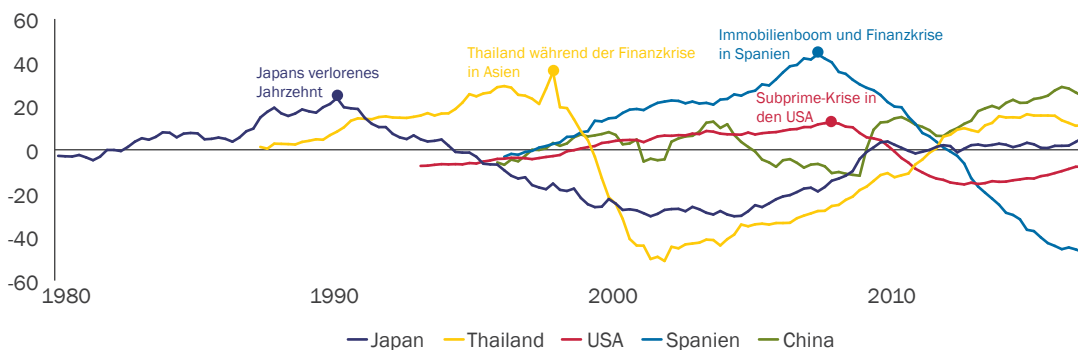
Auswirkungen hatte. (Der Zeitpunkt, an dem klar wird, dass die Verschuldung nicht länger tragbar ist, wird nach dem Ökonom, der sich mit dem Kreditzyklus auseinandersetzte, als „Minsky-Moment“ bezeichnet.)

### Die systemische Bedrohung ist überschaubar

Die Bedrohung durch eine Gesamtverschuldung kann jedoch überzogen sein: Sektoren gewähren einander Kredite, und in einer grossen Volkswirtschaft hebt sich der Grossteil der Schulden insgesamt auf. Aus diesem Grund ist es nicht immer sinnvoll, sich auf Bruttoverbindlichkeiten zu konzentrieren.

**Abbildung 4: Erhöhtes Kreditwachstum stand in der Vergangenheit mit schweren Krisen in Zusammenhang**

Die Kredit/BIP-Lücke: Unterschied zwischen dem Kredit/BIP-Verhältnis und seinem langfristigen Trend (%)



Quelle: Bloomberg, BIZ, Rothschild & Co  
Hinweis: Daten korrekt zum vierten Quartal 2016

Stattdessen kann es sinnvoller sein, sich auf wichtige Engagements auf Sektorebene und die Widerstandsfähigkeit der Sektoren gegenüber finanziellen Erschütterungen zu konzentrieren. Dies ist besonders in Chinas Fall relevant, dessen Position wohl einzigartig ist und unter Umständen nicht dem pessimistischen Bild entspricht, das die BIZ-Analyse zeichnet.

## China weist keine internationale Nettoverschuldung auf; tatsächlich ist das Land einer der grössten internationalen Gläubiger.

Laut dem IWF ist das durchschnittliche chinesische Unternehmen nur moderat verschuldet, und der Grossteil der Unternehmensschulden entfällt auf Staatsunternehmen. Es überrascht vielleicht nicht weiter, dass sich ein Grossteil der steigenden Schulden durch Unternehmen im Baugewerbe, Bergbau, im Immobilien- und Versorgersektor ergibt – allesamt Sektoren, die mit dem aggressivsten investitionsgestützten Wachstum der letzten Jahre in Zusammenhang stehen.

Unabhängige Schätzungen von Unternehmensschulden liegen höher als die fragwürdigen offiziellen Zahlen. Da im Rahmen der Struktur des chinesischen Bankensystems allerdings staatliche Banken („die grossen Vier“) Darlehen an Staatsunternehmen gewähren, deutet dies darauf hin, dass diese Unternehmen implizit durch den Staat gestützt werden. Wie oben erwähnt ist die explizite Verschuldung des Staats gering und seine Interventionsfähigkeit gross. Wir glauben, dass die Entscheidungsträger diese Macht nutzen werden, um das systemische Risiko zu steuern.

China weist keine internationale Nettoverschuldung auf. Tatsächlich ist das Land einer der grössten internationalen Gläubiger mit beträchtlichen Fremdwährungsreserven (3 Mrd. USD). Seit vielen Jahren wird China aufgrund von geschlossenen Kapitalbilanzen überprüft. Durch diese wird eine ausländische Beteiligung an chinesischen Anlagen, einschliesslich Verbindlichkeiten, eingeschränkt. Diese begrenzte Abhängigkeit von externem Kapital (nur 5 Prozent der chinesischen Staatsanleihen sind in der Hand von ausländischen Unternehmen; Unternehmensanleihen weisen ein noch geringeres Engagement auf) wird – im Gegensatz zu anderen asiatischen Schwellenländern in den 1990er Jahren und

Spanien und Irland im Jahr 2007 – dazu beitragen, Kapitalabflüsse und das Risiko eines kreditinduzierten Rückgangs einzudämmen. Die grossen Devisenreserven des Landes (Abbildung 5) stellen eine potenzielle Quelle an beträchtlichem Kapital in Hartwährung dar, das die Regierung glaubhaft einsetzen könnte, um Löcher in der Bilanz ihrer Banken zu stopfen.

Zudem finanzierten die meisten dieser Banken ihre Darlehenstransaktionen durch Einlagen (70 Prozent ihrer Wholesale-Finanzierung) – ein Ergebnis der hohen Sparquote der Privathaushalte und der niedrigen Kreditaufnahme durch die Verbraucher. Da Banken beispielsweise im Vergleich zu ihren US-Pendants relativ wenig kurzfristige Finanzierung durch die Kapitalmärkte benötigen, scheint eine kurzfristige Liquiditätskrise unwahrscheinlich, auch wenn die Behörden die Geldmarktsätze anheben.

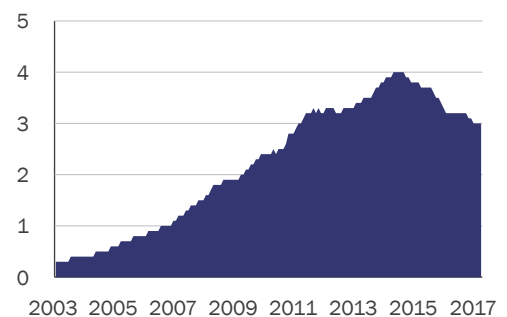
### Ein Paradigmenwechsel?

Entscheidungsträger sind sich dessen bewusst, dass ein schuldenfinanziertes Wirtschaftswachstum langfristig nicht tragbar ist und eine subtile Verlagerung des Schwerpunkts von Wachstum auf finanzielle Stabilität stattgefunden hat. Es wurden (wenn auch verspätet) Schritte unternommen, um einige der tiefergreifenden systemischen Aspekte in Angriff zu nehmen, wie das Schattenbankensystem und Spekulationen auf dem Immobilienmarkt. Insbesondere ersteres könnte für Sektoren, die von einer Finanzierung durch Schattenbanken abhängen, mit einer schmerzhaften Neuausrichtung verbunden sein.

Aus makroökonomischer Sicht dürften der robuste Leistungsbilanzüberschuss, die Kapitalkontrollen und die beträchtlichen Fremdwährungsreserven des Landes weiterhin dazu beitragen, eine Zahlungsbilanzkrise auf Abstand zu halten.

### Abbildung 5: Chinas Fremdwährungsreserven

USD, Bio.



Quelle: Bloomberg, The People's Bank of China, Rothschild & Co  
Hinweis: Daten korrekt zum ersten Quartal 2017

Zwar könnten Kapitalkontrollen, verschärfte Kreditbedingungen und restriktivere finanzielle Bedingungen den Markt auf kurze Sicht stabilisieren, jedoch lässt sich damit kaum der Tatsache entgegenwirken, dass die Verschuldung einiger Unternehmen und Sektoren wohl tatsächlich zu hoch ist. Eine Politik, die darauf abzielt, überschuldete Staatsunternehmen zu stützen, ist wirtschaftlich nicht tragbar. Letztlich werden sie die Produktivität und das langfristige Wachstum belasten.

Es ist eine Sache, zu sagen, dass das Kreditwachstum gebremst werden muss und dass manche Sektoren umstrukturiert werden müssen. Es ist etwas ganz anderes, zu behaupten, dass die Ausweitung der Kreditvergabe allein für das rasante Wachstum Chinas seit dem Jahr 2000 verantwortlich ist – eine Meinung, die seit einiger Zeit von vielen vertreten wird.

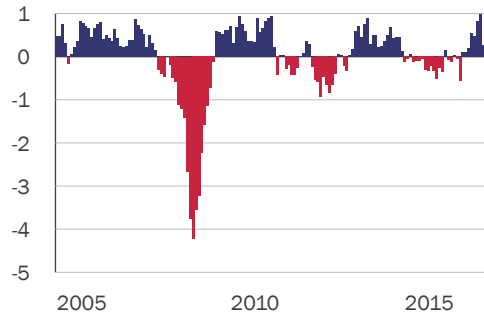
Unserer Ansicht nach ist die zugrunde liegende Ursache für das Wachstum in China in der Marktreform und der zunehmenden Verfügbarkeit und Nutzung von Arbeitskräften und Kapital zu suchen. Trotz der Exzesse, sektorspezifischer Ineffizienzen und der Möglichkeit einer gewissen Marktvolatilität, da sich übertriebene Erwartungen legen und einige Bilanzen konsolidiert werden müssen, glauben wir weiterhin, dass sich für langfristig orientierte Anleger Chancen bieten.



# Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

## Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

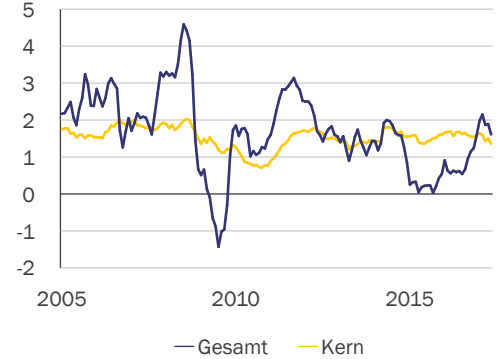
### Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



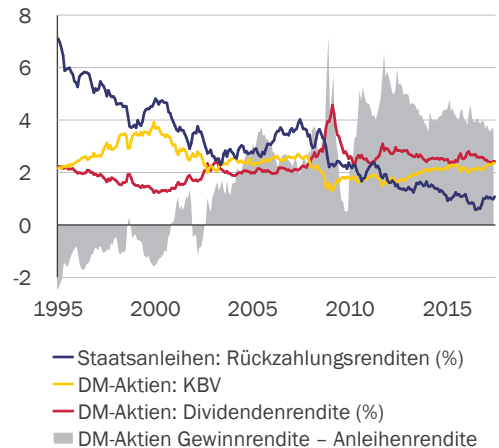
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	2.3	-4.0	8.7
10-J.-US-Gilt	1.3	-0.6	18.6
10-J.-Bundesanleihen	0.5	-3.5	9.5
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.0	-4.0	6.9
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.1	-2.4	5.3
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.6	-0.4	10.1
Globale Anl.: Hochzins (USD)	5.3	11.9	16.9
EM (USD)	4.7	5.6	14.1

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.4	19.2	24.8
DM	2.4	18.8	25.4
EM	2.4	21.8	19.4
US	2.0	17.3	28.6
Eurozone	3.2	24.8	22.8
GB	4.2	16.7	20.3
Schweiz	3.2	14.5	13.8
Japan	2.0	30.5	30.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Wechselkurse

### Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	328	0.9	25.0
Euro (EUR)	276	2.9	2.2
Yen (JPY)	470	-9.0	2.2
Pfund (GBP)	100	-3.9	-9.7
Schweizer Franken (CHF)	314	1.3	10.1
Chin. Yuan (CNY)	36	-1.4	7.8

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	175	-9.2	-43.3
Brent Rohöl (\$/b)	47.9	-3.5	-57.4
Gold (\$/oz.)	1,242	-6.1	-6.5
Industriemetalle (1991 = 100)	232	17.5	-16.2
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	11.2	-28.5	-3.4
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	5.5	-24.0	4.7

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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 de la Corrairie 6  
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.