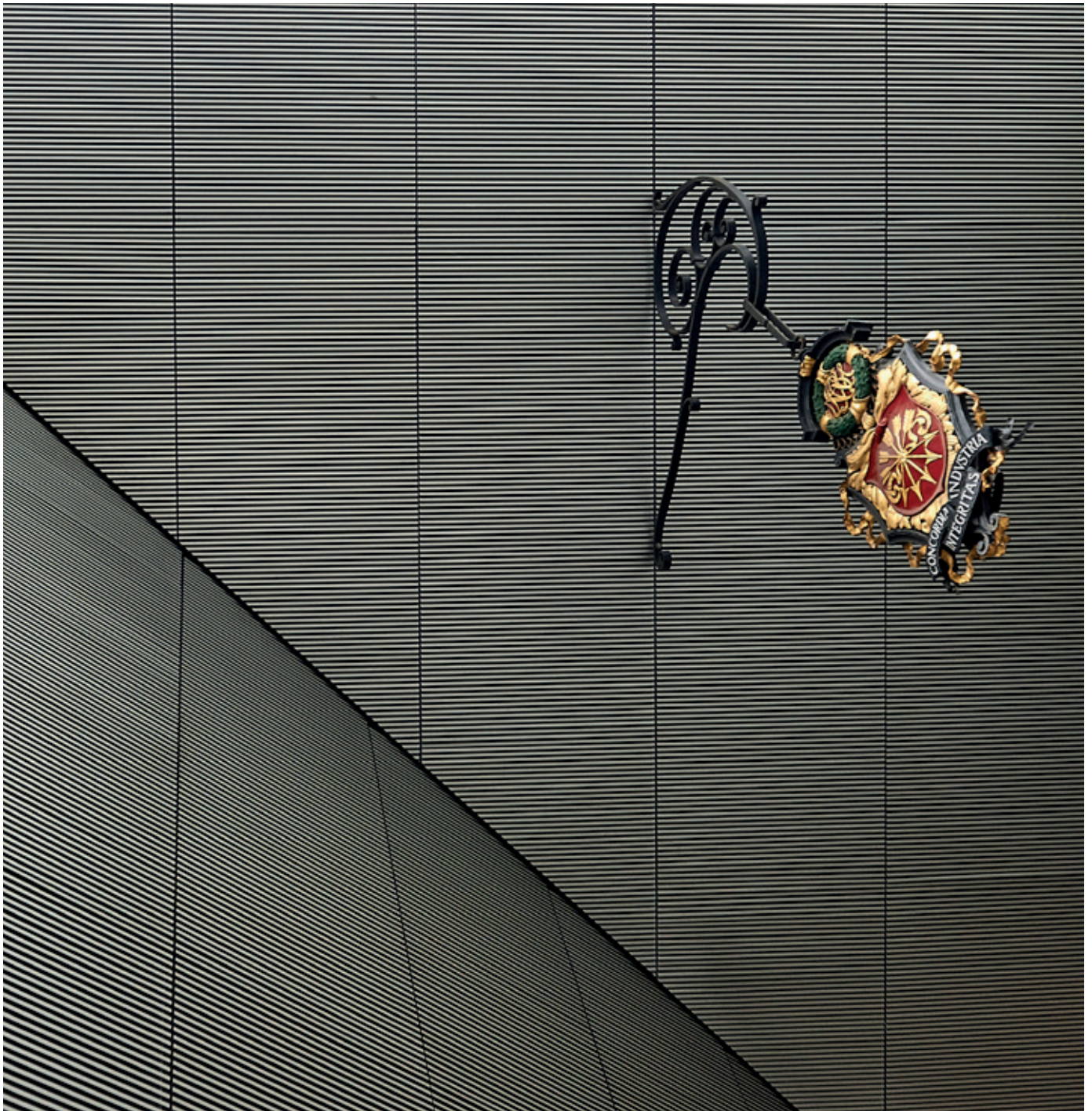


Marktausblick



Wir werden unser Ziel erreichen, wenn wir es erreichen

Ausgabe 93 | Oktober 2018



Vorwort

Die Medien und viele in unserer Branche sehen die Wirtschaft und Finanzwelt als Drama. Dringlichkeit und Sensation stehen im Vordergrund.

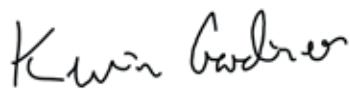
Die Realität ist weitaus weniger aufregend. Die meiste Zeit über verbessert sich die Arbeitsweise von Arbeitnehmern und Unternehmen stetig durch eine ständig zunehmende Produktivität. In der Praxis sind Kapitalanlagen eher ein Marathon als ein Sprint, und dafür stehen viele geeignete Portfolios zur Verfügung. Etwas Geduld kann helfen.

Daher glauben wir nach wie vor, dass die nächste US-Rezession und/oder Finanzkrise – ungeachtet der höheren Zinsen, Anleihenrenditen und Ölpreise – noch etwas auf sich warten lassen wird.

Die erneuten Exzesse in Italien sind wenig beeindruckend. Das Gerangel im Handelsstreit konzentriert sich nun auf die USA und China, wobei wir uns hier sowohl einen positiven als auch einen negativen Ausgang vorstellen können. Ein Brexit-Abkommen zwischen Grossbritannien und der EU ist nach wie vor möglich, was auch auf einen längeren Übergangszeitraum zutrifft.

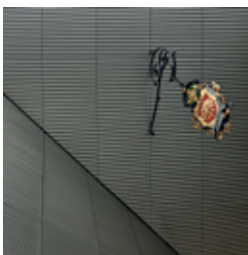
Sensationshungrige Marktbeobachter werden irgendwann wieder richtig liegen. Vielleicht stimmen wir bis dahin sogar mit ihnen überein. Bislang ist die Volatilität in diesem Jahr erstaunlich niedrig. Ein Anstieg auf „normalere“ Niveaus ist überfällig, wie von uns bereits vielfach erwähnt. Wir glauben, dass schwierigere Zeiten bevorstehen, da sich das Gewinnwachstum der US-Unternehmen 2019 deutlich abschwächen und die US-Notenbank mit ihrer Normalisierung der Zinspolitik fortfahren wird.

Wirtschaft und Märkte müssen aber nicht immer aneinanderprallen und einbrechen. Würden wir diesen Szenarien gemäss investieren, dann wären unsere Portfolios zwar eventuell robuster gegenüber schlechten Nachrichten; sie wären allerdings unter Umständen auch wesentlich kleiner.



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.

© 2018 Rothschild Wealth Management
Erscheinungsdatum: Oktober 2018.
Stand der Daten: 30. September 2018.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Wir werden unser Ziel erreichen, wenn wir es erreichen

Geduld ist eine Anlegertugend

Dash: „Wann sind wir endlich da?“
Mister Incredible: „Wir werden unser Ziel erreichen, wenn wir es erreichen.“

US-Zinsen und die nächste Flaute

Während wir dieses Schreiben verfassen, steigen die globalen Anleihenrenditen, v.a. aufgrund starker Wirtschaftsdaten in den USA und der Politik der US-Notenbank. Überraschend ist das nicht. Dahinter steckt eventuell nichts anderes als die Tatsache, dass Anleihen für das gegenwärtige Wirtschaftsumfeld zu teuer und ihre Renditen zu niedrig sind.

Schlagzeilenträchtig wäre es gewesen, hätte die Fed im September die Zinsen *nicht* zum achten Mal in diesem Zyklus erhöht – ein Zinsschritt, der von nahezu allen Seiten erwartet wurde.

Zum ersten Mal drehte die Fed im Dezember 2015 an der Zinsschraube. Bis zur nächsten Zinserhöhung dauerte es ein weiteres Jahr. Seitdem ereignen sich die Zinsschritte in einem immer schnelleren Tempo.

Mit 2,25% liegt die Obergrenze der von der Fed veranschlagten Zinsspanne nun 200 Basispunkte über dem Allzeittief, das nach der globalen Finanzkrise erreicht wurde (Abbildung 1). Seit Oktober 2017 schrumpft die Bilanz der Fed allmählich, da die quantitative Lockerung

(QE) der quantitativen Straffung (QT) weicht (Abbildung 2).

Es scheint, als ob wir in Sachen Geldpolitik weit gekommen sind. So gab die Fed die seit Langem bestehende Bezugnahme auf eine weiterhin expansive Geldpolitik unlängst auf. Unterdessen droht weiterhin ein Handelskrieg, unabhängig von dem nun abgeschlossenen US-Mexico-Canada Agreement (USMCA). Zugleich dauert die Expansion in den USA mittlerweile gute zehn Jahre an – die zweitlängste ihrer Art.

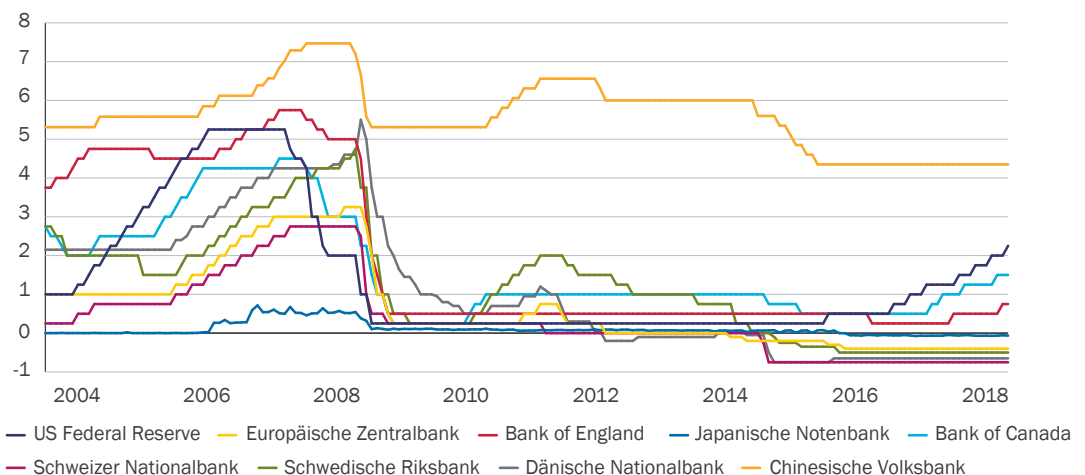
Sind wir als nun endlich da? Ist die Fed in Sachen Normalisierung angekommen?

Das ist unseres Erachtens nicht anzunehmen. Die unabhängige US-Notenbank wird weiterhin tun, was sie für richtig hält, ob nun Herr Trump damit einverstanden ist oder nicht, und unabhängig von den Ergebnissen der Zwischenwahlen im November. Ihre eigenen Zinsprognosen, in Form des sogenannten „Dot-Plot“, deuten nach wie vor auf vier weitere Zinserhöhungen bis Ende 2019 hin.

Fed-Vorsitzender Jerome Powell hat deutlich gemacht, dass der geldpolitische Ausschuss die US-Wirtschaft als unvermindert robust einschätzt. Wir sehen das auch so. Zwar kommt die Wirtschaftserholung allmählich in die Jahre,

Abbildung 1: Konventionelle Geldpolitik

Ausgew. Leitzinsen (%)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

allerdings weist sie kaum Anzeichen dafür auf, dass sie eines natürlichen Todes sterben könnte.

Das BIP-Wachstum liegt deutlich über der Trendrate, die Anträge auf Arbeitslosenunterstützung als Anteil an der Erwerbsbevölkerung haben ein Rekordniveau erreicht und das Verbraucher- und Geschäftsvertrauen ist hoch. Die Cashflows der Privathaushalte sind robust und ihre kollektiven Nettovermögen ungeheuer hoch. Die Inflation ist moderat, tendenziell allerdings steigend.

Darüber hinaus musste sich die Fed in Wirklichkeit mächtig ins Zeug legen, um auch nur de facto stillzustehen. Die US-Zinsen, die das wichtigste Mass darstellen, nämlich die realen langfristigen Zinsen, sind kaum gestiegen, auch nicht nach dem Abverkauf Anfang Oktober, und bleiben niedrig (Abbildung 3).

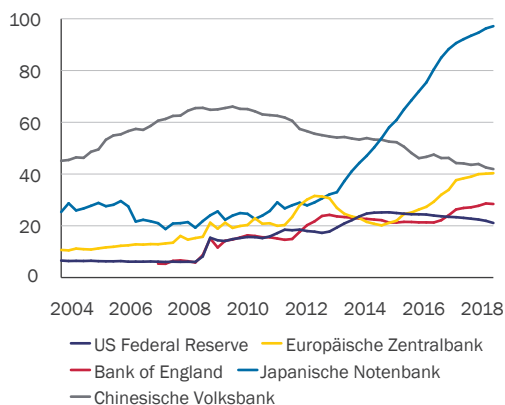
Eine breitere Sicht des monetären Umfelds, welche den Wechselkurs berücksichtigt, ändert ebenfalls kaum etwas an der Gesamtlage. Trotz der jüngsten Entwicklungen ist der reale handelsgewichtete Wert des Greenback seit 2015 kaum gestiegen. Gegenüber vielen Schwellenländerwährungen und dem Pfund konnte ein Anstieg verzeichnet werden, während er gegenüber dem Euro und dem japanischen Yen an Wert verloren hat.

Unterdessen ist die Bilanz der Fed, die sich auf die Realwirtschaft wesentlich weniger unmittelbar auswirkt als die Zinsen und die Währung, um weniger als 10% geschrumpft.

Daher erscheinen uns Befürchtungen einer Konjunkturflaute aufgrund der Zinspolitik der Notenbank verfrüht. Das gilt auch für Spekulationen über eine Verschnaufpause der Fed. Für Anleihen deutet dies auf weiterhin schlechte Nachrichten hin, nicht aber unbedingt für Aktien.

Abbildung 2: Unkonventionelle Geldpolitik

Ausgewählte Zentralbankbilanzen (in % des lokalen BIP)



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

Wir stehen unmittelbar vor der Gewinnsaison für das dritte Quartal. Dabei könnten wir es das dritte Mal in Folge mit einem Gewinnwachstum von über 20% und einem bei 17 verankerten KGV zu tun haben. Wirklich bemerkenswert ist dabei jedoch eine Rendite auf zehnjährige US-Staatsanleihen von lediglich 3,2%.

Wird der Ölpreis die Arbeit der Fed erledigen?

Mit der Ausnahme von Rohöl haben sich Rohstoffe im 2018 bislang schwergetan. Die international gehandelten Preise für Rohöl der Sorte Brent haben mit 85 USD pro Barrel Höchststände erklommen, die seit 2014 nicht mehr verzeichnet wurden (+26% seit Jahresbeginn), während Rohöl der Sorte US-WTI um 24% zulegte. Höhere Benzinpreise sorgen für eine höhere Gesamtinflation – insgesamt wirken sie aber deflationär, weil sie das Wachstum und die Kerninflation dämpfen, indem sie die Verbraucherausgaben schmälern.

Darüber hinaus spiegelt dieser Anstieg auch Angebotsengpässe durch die wieder eingeführten US-Sanktionen gegen Iran wider.

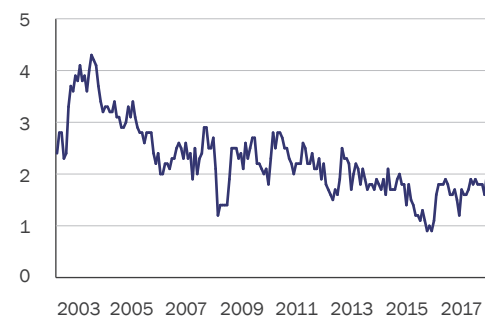
Wird der Ölpreis die Arbeit der Fed erledigen?

Wir bezweifeln einmal mehr, dass die wahrscheinlichen Auswirkungen vorerst gross genug sein werden, um die aktuelle Dynamik bei den Verbraucherausgaben zu schwächen.

Allerdings könnten sich wesentliche Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne ergeben, und zwar positiver Art. Die meisten börsennotierten Unternehmen, ob nun aus dem Finanz-, Technologie-, Konsumgüter- oder etwa Pharmasektor, brauchen wenig Öl. Fluggesellschaften sind zu klein, um ins Gewicht zu fallen. Der Ölsektor selbst ist gross und profitiert natürlich von höheren Ölpreisen.

Abbildung 3: Langfristige inflationsbereinigte US-Zinsen weiterhin niedrig

30-jährige US-Hypothekenzinsen abzüglich Lohninflation (%)



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

Rom wird nicht binnen eines Tages fallen

Vielleicht besteht die Gefahr einer Rezession in Europa in Form einer Finanzkrise aufgrund einer zunehmenden Verschuldung der populistischen Regierungskoalition in Italien, die sich damit unverfroren über EU-Vorschriften hinwegsetzen würde.

Möglich wäre es, für wahrscheinlich halten wir es aber nicht. Nicht zuletzt, weil die Verschuldung der italienischen Regierung vorerst kaum in die Höhe schnellen dürfte.

Darauf deuten Schlagzeilen, die ein geplantes Defizit von 2,4% des BIP nennen. Dezimalpunkte sind generell eigentlich nicht für Krisen verantwortlich. Die Zahl ist wesentlich niedriger, als zum Zeitpunkt der Wahlen befürchtet, und das Defizit wäre, nach den wahrscheinlichen 1,6% für 2018, eines der niedrigsten seit 2007.

Die Entwicklungen in Frankreich sind für den Euro wahrscheinlich wichtiger als die in Italien.

Damit wollen wir nicht die haushaltspolitische Einstellung dieser Regierung rechtfertigen, von ihrer allgemeinen Richtung ganz zu schweigen. Trotz der vorhersehbaren Reaktion des Präsidenten der Europäischen Kommission Jean-Claude Juncker ist diese Art der Ausschweifung nicht besonders beeindruckend.

Italiens Regierung nimmt Kredite auf, um ihre Zinsverbindlichkeiten zu zahlen. Ansonsten weist sie – im Gegensatz zu Frankreich – einen Primärüberschuss auf. Unterdessen liegen die Regierungsausgaben in Italien bei weniger als der Hälfte des BIP – auch hier im Gegensatz zu Frankreich. Klar ist, dass das Land seinen Schuldenberg abtragen muss. Aber seine neuen Vorhaben laufen dem nicht unbedingt zuwider. Der Entschuldungsprozess wird nur langsamer vorstattengehen, als die EU es gerne hätte.

Italiens Verschuldung beträgt 131% des BIP brutto. Weitere 2,4% wären ein proportionaler Anstieg von 1,8% (2,4% geteilt durch 131 mal 100). Sollte das nominale BIP noch schneller wachsen, dann ginge die Verschuldung zurück.

Ein nominales Wachstum von 1,8% ist durchaus möglich; tatsächlich entspräche es dem fünfjährigen Durchschnitt. Im zweiten Quartal lag

das Wachstum bei 2,6%. Zum Vergleich: In Frankreich liegt diese Zahl bei 2,4%. Natürlich könnte das Defizit letztlich auch über den geplanten 2,4% liegen.

Italiens Gesamtverschuldung ist hoch und seit Jahren im Anstieg begriffen. Ihr Höhepunkt liegt bislang bei 132% im Jahr 2017. Ein Grossteil davon befindet sich in Händen williger italienischer Anleger, weniger als ein Drittel wird von ausländischen Investoren gehalten. Italien verfügt über eine positive Zahlungsbilanz. Die Verschuldung des Privatsektors ist unbedeutend.

Der Überschuss in der Zahlungsbilanz spiegelt teilweise die niedrigen Staatsausgaben Italiens wider, spricht aber auch dafür, dass die Wettbewerbsposition des Lands weniger düster ist als von vielen befürchtet. Italien ist nicht Griechenland.

In keinem der beiden Länder ist übrigens eine günstige neue Währung der offensichtliche Weg hin zum wirtschaftlichen Erfolg. Der Ansatz „in Massen produzieren und billig verkaufen“ ist kein nachhaltiges Geschäftsmodell für die Volkswirtschaft eines Industrielandes. Wäre der wirtschaftliche Erfolg an eine schwache Währung geknüpft, dann stünde Grossbritannien seit 1949 unangefochten an der Spitze.

Um es noch einmal zu sagen: All das macht uns nicht zu Fans der italienischen Koalitionsregierung oder ihrer Haushaltspläne. Wir stellen lediglich die Dringlichkeit dieser Diskussion in Frage – was uns jedoch nicht davon abgehalten hat, diesbezüglich eine Portfolioabsicherung einzugehen.

Die Entwicklungen in Frankreich sind wahrscheinlich für den Euro wichtiger als die in Italien, wo ein gewisses politisches Chaos zum Alltag gehört. Sollte die liberale Agenda von Präsident Emmanuel Macron fehlschlagen, dann könnten sich daraus für das Szenario des „Durchlavierens“ grössere Risiken ergeben als aus den Ereignissen in Rom. Das gleiche gilt für eine(n) euroskeptische(n) Kanzler(in) in Deutschland.

Eine verfangende Kurve

Die Volkswirtschaften der USA und der Schweiz weisen kaum Gemeinsamkeiten auf. Beide übertrafen jedoch in den letzten Monaten die Erwartungen. Wird sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) der Fed anschliessen und die Zinsen normalisieren?

Das ist unseres Erachtens nicht anzunehmen. Obwohl die Schweizer Wirtschaft eindeutig in der Lage ist, von der angrenzenden Eurozone abzuweichen – die Schweiz weist aktuell seit fast einem Jahr ein schnelleres Wachstum als die

Eurozone auf, und das bei einer Vollbeschäftigung – hat sie in Sachen Geldpolitik nur wenig Spielraum; weniger als beispielsweise Norwegen, wo es bereits zu Zinserhöhungen gekommen ist, und Schweden.

Die wichtigsten Faktoren für die Schweizer Zinsen und Anleihenrenditen sind die Zinsen in der Eurozone und die Renditen auf Bundesanleihen, und nicht die eigene Wirtschaft. In der Regel weichen Schweizer Zinsen von denen der Nachbarländer kaum ab.

Das hat damit zu tun, dass die SNB den Schweizer Franken aus dem Rampenlicht halten will. Er ist zwar eine kleine Währung, wird aber als „sicherer“ Hafen wahrgenommen, was zu potenziell markanten Kursbewegungen führen kann. Um destabilisierende Kapitalflüsse zu vermeiden, ähneln die Zinsschritte der SNB in der Regel denen der Europäischen Zentralbank (EZB). Ist dies nicht von Erfolg gekrönt und gerät der Schweizer Franken unter nachhaltigen Aufwärtsdruck, interveniert die SNB häufig direkt, um sich „gegen den Wind zu lehnen“, indem sie Schweizer Franken verkauft.

Manchmal sind die Kapitalflüsse einfach zu gross, wie etwa Ende Januar 2015, als die SNB abrupt ihre Währungsverkäufe einstellte und der Schweizer Franken kurzfristig auf Parität und darüber hinaus hochschnellte. Ein fortgesetzter Verkauf des Franken und damit praktisch ein Anwerfen der Geldpresse hätte die SNB zu noch grösseren Positionen in ausländischen Vermögenswerten und höheren Liquiditätsspritzen im Inland verpflichtet – und dies zu einem Zeitpunkt, da sich die Immobilienmärkte vor Ort trotz der damals sehr verhaltenen Wirtschaftslage bereits überhitzten.

Seitdem hat der Schweizer Franken wieder an Bodenhaftung gewonnen. Lediglich im Frühjahr erfuhr er aufgrund globaler Risikoaversion erneut Auftrieb. Die Wirtschaft in der Schweiz ist nun besser positioniert, um einen weiteren sprunghaften Anstieg der Währung zu verkraften als viele vermutet hätten – Schweizer Produkte werden schliesslich nicht gekauft, weil sie günstig sind. Dessen ungeachtet glauben wir, dass sich die Zinsen in der Schweiz nicht bewegen werden, bis die EZB die Initiative ergreift. Und diese hat angedeutet, dass sie wohl erst in der zweiten Jahreshälfte 2019 zur Tat schreiten wird, wobei ein Mitglied des EZB-Rats unlängst anmerkte, dass diese Zeitplanung revidiert werden könnte.

Wenn oder sofern sich die Risikobereitschaft weniger volatil zeigt, dürfte der Franken, der uns im Hinblick auf einen langfristigen Big-Mac-Index

nach wie vor überbewertet erscheint, nach unserem Dafürhalten letztlich seinen allmählichen Wertrückgang fortsetzen.

Und Asien?

Die Handelsspannungen zwischen den USA und China treffen die Märkte der asiatischen Schwellenländer hart. Wir wagen jedoch zu bezweifeln, ob dies das Ende des aktuellen Wirtschaftszyklus einläuten oder den langfristigen Ausblick ändern wird.

Asien ist die wachstumsstärkste und dynamischste Region der Weltwirtschaft und dürfte das auch für unser übriges Arbeits- und Anlegerleben bleiben. Der Grossteil der Weltbevölkerung lebt in dieser Region. In einem Zeitalter des mobilen Kapitals und technologischen Fortschritts werden auch die Weltwirtschaft und die globalen Kapitalmärkte in diese Region gezogen werden.

Unterdessen sind die Märkte der asiatischen Schwellenländer, im Gegensatz zum übrigen, rohstoffabhängigen Block der Schwellenländer, diversifiziert, kaum von externem Kapital abhängig und einigermaßen stabil in politischer Hinsicht.

Ein schlechter Ausgang der gegenwärtigen Handelsspannungen ist nicht zwingend vorgeschrieben.

Seitdem das North American Free Trade Agreement (NAFTA) durch das USMCA ersetzt wurde und sich die USA und die EU scheinbar besser vertragen, kann sich die Regierung von Präsident Trump auf China konzentrieren.

Die Vergangenheit zeigt, dass China derartige externe Einschüchterungsversuche nicht einfach hinnimmt. Sie zeigt aber auch, dass die anhaltende wirtschaftliche Liberalisierung des Landes nicht auf Geheiss des Westens erfolgte, sondern weil sie im langfristigen Eigeninteresse Chinas liegt.

Diese Liberalisierung ist alles andere als abgeschlossen: China bleibt eine der protektionistischsten grossen Volkswirtschaften weltweit und ist sich dessen durchaus bewusst. Das Risiko einer weiteren Eskalation in Sachen Strafzölle liegt auf der Hand, obschon China das Arsenal an Gegenmassnahmen noch vor den USA ausgehen wird, ganz einfach, weil das Land über weniger Optionen verfügt. Wir halten einen positiveren Ausgang dieser Auseinandersetzungen weiterhin für möglich.

Indien, der schlafende Riese der Region weist ebenfalls eine relativ geschlossene Wirtschaft auf, wird aber im Zuge der aktuellen Spannungen von den USA glücklicherweise nicht wahrgenommen.

Die Zinsentwicklung in den USA und ein starker US-Dollar sind zusätzliche kurzfristige Bedrohungen. Aber Vergleiche mit dem Finanzklima und der Politik, welche die Asien-Krise 1997 auslösten, erscheinen unangebracht.

Steigende Zölle seitens der USA haben bislang kaum spürbare Schäden angerichtet. Die Frühindikatoren für die asiatische Region verbessern sich, und solange die binnenwirtschaftlichen Ausgaben in den USA robust bleiben, könnten die Auswirkungen höherer Zölle auf asiatische Exporte in die USA gering bleiben. Die jüngste Abschwächung bei den Unternehmensgewinnen spiegelt

grösstenteils die Währungsentwicklungen wider. Die Rentabilität ist gestiegen und liegt über dem 10-Jahres-Trend.

Inzwischen erscheint die Region nach dem Abverkauf aufgrund von Bedenken über den Welthandel und des USD-/Zinsrisikos attraktiver bewertet als gewöhnlich. Wir wissen noch nicht, wann sich die Märkte stabilisieren werden, aber wir sehen die gegenwärtigen Niveaus als langfristige Gelegenheit.

Anlagerelevante Schlussfolgerungen

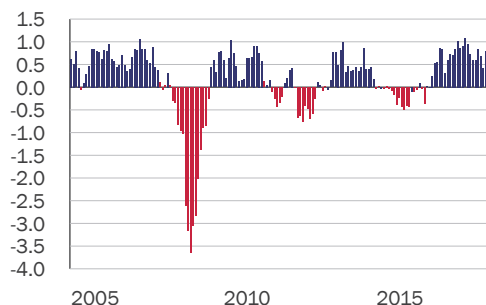
In der Erwartung volatiler Aktienmärkte halten unsere Portfoliomanager bestimmte Absicherungen. Ein defensiveres Portfolio könnte jedoch im Falle einer Rally an den Märkten bedeuten, dass wir abgehängt werden. Das Wirtschaftsumfeld bleibt konstruktiv, und die Aktienbewertungen sind hoch, aber keineswegs überzogen. Steuersenkungen und das Wachstum in den USA sorgen für etwas Spielraum. Das Zinsrisiko bleibt moderat und die geopolitischen Risiken könnten zu bewältigen sein. Auf lange Sicht können Aktien auch künftig über der Inflation liegende Erträge erzielen.

- Auf inflationsbereinigter Basis erscheinen die langfristigen Anleihenrenditen in den USA nach wie vor niedrig, selbst nach dem jüngsten Anstieg. Andere Märkte für Staatsanleihen sind weiterhin teurer, da die meisten Nominalrenditen unter den wahrscheinlichen Inflationsraten verharren. Auch hochwertige Unternehmensanleihen bleiben überbewertet. Dennoch ziehen wir sie in diesem Zyklusstadium weiterhin gegenüber Staatsanleihen vor, auch wenn der Spielraum für eine erneute überdurchschnittliche Wertentwicklung der Unternehmen immer geringer wird, insbesondere in der Eurozone. Die EZB wird ihre Anleihenkäufe in naher Zukunft einstellen. Die Bonitätsbedenken gegenüber Italien und der Türkei stellen indes ein gewisses Risiko für Banken dar. Im Allgemeinen betrachten wir Anleihen und liquide Mittel gegenwärtig nach wie vor als Teil der Portfolioabsicherung.
- In der Eurozone und in Grossbritannien bevorzugen wir weiterhin Anleihen mit relativ niedriger Duration. In den USA sind wir eher neutral positioniert, wobei uns inflationsgeschützte Anleihen durchaus attraktiv erscheinen. Während spekulative Anleihen noch von der konjunkturellen und geldpolitischen Unterstützung profitieren, dürfte ihr längerfristiges Aufwärtspotenzial erschöpft sein. Abzüglich der wahrscheinlichen Ausfälle und Verluste werden die Renditen möglicherweise nicht mit der Inflationsrate mithalten können. Selbst nach ihrem umfangreichen Abverkauf sind wir von Anleihen der Schwellenländer wenig beeindruckt.
- In den meisten Regionen ziehen wir Aktien weiterhin Anleihen vor, auch in Grossbritannien, wo die wichtigen Indizes grundsätzlich von globalen Trends bestimmt werden. Obwohl wir der Ansicht sind, dass die strukturelle Attraktivität der asiatischen Schwellenländer ungeachtet der jüngsten Handelsspannungen und der Volatilität der Märkte weiterhin bestehen bleibt, sind unsere regionalen Überzeugungen gering. Wir bevorzugen weiterhin eine Kombination aus zyklischem und langfristigem Wachstum gegenüber defensiveren, anleihenähnlichen Sektoren.
- Devisengeschäfte bieten Anlegern keinen systematischen Mehrwert und unter den Hauptwährungen kommt es derzeit nur selten zu offensichtlichen Fehlbewertungen. Die Konjunktur und der Zins-Carry begünstigen eindeutig den US-Dollar, der indes erst noch aus seiner jüngsten Handelsspanne ausbrechen muss. Das britische Pfund bleibt eine Geisel der Spannungen rund um den Brexit. Dennoch verschiebt sich der politische Mix in Grossbritannien allmählich zugunsten der Währung und macht das Pfund durchaus wettbewerbsfähig. Zinserhöhungen der EZB stehen so bald nicht an, und es bestehen einige lokale Bonitätsrisiken, nämlich Verwerfungen im Bankensektor durch Italien und die Türkei. Zumindest ist das QE-Programm nun fast abgeschlossen, der Euro ist recht günstig und wir bewerten das Desaster-Szenario in Bezug auf den Euro mit Skepsis. China lockert vorsorglich seine Währungspolitik und der Yuan erlitt einen Kursverlust hin zum Trendniveau. In Bezug auf die langfristige Kaufkraftparität (KKP) war er anfangs allerdings wettbewerbsfähig. Der japanische Yen ist günstig, aber die Geldpolitik des Landes bleibt die lockerste von allen. Wir haben lediglich den Schweizer Franken unter den grossen Währungen herausgehoben, denn unseres Erachtens wird sein wiederbelebter Status als sichere Währung nachlassen. Ferner bleibt er auf Basis der Kaufkraftparität überbewertet. Wie bereits erwähnt, ist die Schweizer Wirtschaft in einer besseren Verfassung als von uns angenommen. Sollte dies künftig eine Rolle spielen (siehe oben), dann könnte der Schweizer Franken durchaus längere Zeit stärker tendieren.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

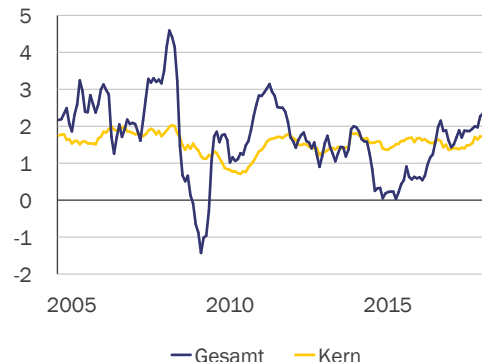
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co
Zusammenges. zukunftsger. Komponenten der Umfragen im verb. Gewerbe: China, Deutschland, Japan, GB, USA lose gewichtet nach GDP

G7 Inflation

%, zum Vorjahr



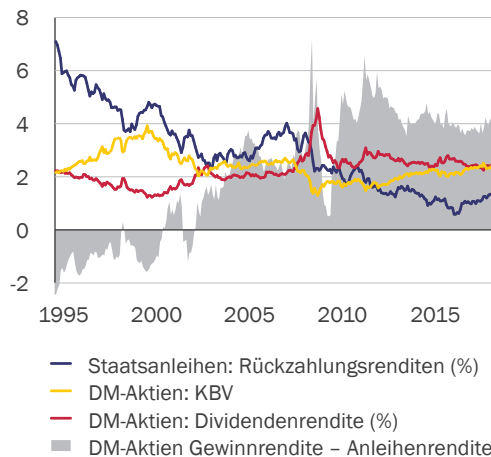
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	3.1	-3.1	-0.4
10-J.-US-Gilt	1.6	0.3	7.2
10-J.-Bundesanleihen	0.5	0.9	4.1
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	0.0	0.2	-0.0
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.1	-0.1	2.3
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	2.2	0.9	7.3
Globale Anl.: Hochzins (USD)	6.3	1.2	25.2
EM (USD)	5.8	-1.6	17.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.4	11.6	47.8
DM	2.3	12.7	48.4
EM	2.7	3.3	42.5
US	1.8	17.7	61.1
Eurozone	3.2	0.1	27.5
GB	4.2	6.6	41.6
Schweiz	3.1	3.1	20.5
Japan	2.0	11.0	31.0

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	108	3.2	2.5
Euro (EUR)	127	2.7	8.1
Yen (JPY)	89	1.4	7.1
Pfund (GBP)	78	-0.1	-13.8
Schweizer Franken (CHF)	158	2.0	0.3
Chin. Yuan (CNY)	130	-1.1	-8.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	195	6.6	1.2
Brent Rohöl (\$/b)	82.7	44.1	74.7
Gold (\$/oz.)	1,193	-7.4	5.3
Industriemetalle (1991 = 100)	249	-3.0	29.7
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	12.1	26.9	-56.1
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	46.2	-11.0	-40.0

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

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.

Handelt es sich bei der Datenquelle in dieser Präsentation um MSCI, sind wir verpflichtet Ihnen als Nutzungsbedingung Folgendes mitzuteilen: „Weder MSCI noch eine andere an der Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der MSCI-Daten beteiligte Partei leisten ausdrückliche oder indirekte Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die infolge ihrer Nutzung zu erzielenden Ergebnisse), und sämtliche Parteien lehnen hiermit ausdrücklich sämtliche Gewährleistungen in Bezug auf die Echtheit,

Richtigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck dieser Daten ab. Unbeschadet des Vorstehenden übernehmen MSCI, die mit ihr verbundenen Unternehmen oder Dritte in Bezug auf die Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der Daten keinerlei Haftung für unmittelbare, mittelbare, besondere, Strafschadenersatz einschliessende, Folge- oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), auch dann nicht, wenn auf die Möglichkeit solcher Verluste hingewiesen wurde. Eine Verteilung oder Weiterverbreitung der Daten von MSCI ist ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI unzulässig.“

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.

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
Kanalinseln
+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

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

Zürich

Zollikerstrasse 181
8034 Zürich
Schweiz
+41 44 384 71 11