Marktausblick

Was werden wir hinterlassen?

Ausgabe 97 | März 2019

Rothschild & Co
Wealth Management

Vorwort

Ein weiteres denkwürdiges Jubiläum steht an: der Tiefpunkt an den Aktienmärkten im Zuge der globalen Finanzkrise.

Seit damals sind zehn, von zyklischen und strukturellen Sorgen geprägte Jahre vergangen, darunter „Double Dips“, Schuldendeflation, finanzielle Repression und langfristige Stagnation. Doch trotz, oder gerade wegen, dieser Sorgen haben sich die meisten Vermögenswerte gut behauptet.

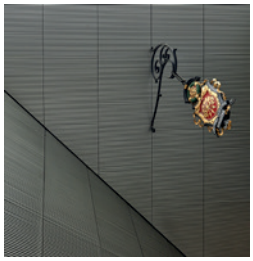
Besonders stark haben sich Aktien entwickelt, zweifelsohne infolge makroökonomischer Faktoren: Ungeachtet der „Mauer der Sorgen“ wuchsen Volkswirtschaften und Gewinne, während Zinsen und Anfangsbewertungen niedrig waren.

Mitte 2019 könnte dies als die längste US-Expansion seit Beginn der Aufzeichnungen in die Geschichte eingehen. Dies macht die Anleger nervös. Unterdessen müssen sich die Gewinne stark und wesentlich deutlicher verlangsamen als die Volkswirtschaften, so dass die US-Zinsen letztlich wieder steigen könnten. Hinzu kommt, dass das Aufwärtspotenzial nach der Erholung an den Aktienmärkten, sowohl seit der globalen Finanzkrise als auch in jüngerer Zeit seit den Kursverlusten Ende 2018, inzwischen geringer ist.

Dass weder die Haushalte, Banken noch Verbraucherpreisindizes von grossen zyklischen Exzessen gekennzeichnet sind, suggeriert allerdings, dass Sparmassnahmen oder eine drastischere Normalisierung der Geldpolitik gegenwärtig noch nicht erforderlich sind. Die Gewinne könnten eine Pause einlegen, werden aber wohl nicht einbrechen. Und die zahlreichen geopolitischen Spannungen – in Grossbritannien in Form peinlicher Ereignisse – könnten zumindest aus unmittelbarer Anlagesicht beherrschbar bleiben. Nach unserer Einschätzung könnte das Aufwärts-potenzial noch immer ausreichen, um auch in den nächsten zehn Jahren Renditen oberhalb der Inflationsrate zu generieren.

Entgegen der Schwarzmalerei hinsichtlich der Welt, die wir hinterlassen werden, werfen wir im folgenden Beitrag einen Blick über den Tellerrand und legen dar, warum es unseren Kindern so wie schon uns unserer Meinung nach vermutlich besser gehen wird als ihren Eltern.

Kevin Gardiner
Global Investment Strategist
Rothschild & Co 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.

© 2019 Rothschild & Co Wealth Management
Erscheinungsdatum: März 2019.
Stand der Daten. 28. Februar 2019.
Quelle für Grafiken und Tabellen: Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Was werden wir hinterlassen?

Den Kindern geht es gut

„Warum denken wir, dass uns die Zukunft nur Verschlechterungen bringen wird, wenn uns die Vergangenheit nichts als Verbesserungen beschert hat?“
Macaulay (1830)

Eine Diskussion über Nachfolge und Verantwortung hat uns dazu gebracht, über einige allgemeinere wirtschaftliche Aspekte nachzudenken. Wir reden viel über die Entwicklungen einzelner Portfolios, die bestenfalls dafür sorgen werden, dass die Ersparnisse der Anleger unversehrt an künftige Generationen weitergegeben werden. Doch was für eine Welt werden wir gemeinsam hinterlassen?

Die herkömmliche Denkweise ist nicht von Optimismus geprägt. Neben den kurzfristigen zyklischen Sorgenkindern, die dabei in der Regel genannt werden, darunter geopolitische Spannungen, Zollstreitigkeiten, angespannte Beziehungen der EU, ein zunehmend reifer Konjunkturzyklus und einige recht hohe Bewertungen von Staats- und Unternehmensanleihen, sind es unseres Erachtens mehrere längerfristige, strukturelle, ja sogar existenzielle Themen, die die Anleger in Atem halten.

Wir halten diese Sorgen für übertrieben. So wie es uns besser geht als unseren Eltern, werden wohl auch unsere Kinder ein besseres Leben haben als wir.

Das Schuldenthema und damit eines dieser Sorgenkinder haben wir im Februar behandelt. Neben der Angst vor den potenziellen Folgen für die Wirtschaft haben einige Gelehrte ebenfalls ins Feld geführt, dass wir eine Beleihung künftiger Generationen vorgenommen haben. Insgesamt können wir uns zusammen jedoch ungefähr so viel von der Zukunft leihen wie vom Himmel.

Auch den damit verbundenen Sachverhalt der langfristigen Stagnation haben wir an dieser Stelle häufig erörtert. Sofern bedacht wird, dass die Arbeitslosigkeit in den USA, Grossbritannien, Deutschland und Japan auf den tiefsten Stand seit vielen Jahren gefallen ist und Unternehmen in Industrieländern so rentabel operieren wie seit beinahe 50 Jahren nicht mehr, sind die ermittelten Defizite beim gemessenen

„Schau dir nochmal diesen Punkt an. Das ist hier. Das ist unsere Heimat. Das sind wir. Dort haben alle, die du liebst, die du kennst, von denen du jemals gehört hast, … gelebt … auf einem in einem Sonnenstrahl schwebenden Staubkorn.“
Carl Sagan: die Erde aus Sicht der Raumsonde Voyager 1

Produktionsanstieg möglicherweise nicht so gross, wie einige Weltverbesserer suggerieren mögen. Ohne Frage handelt es sich dabei um eine Feststellung, die von einem ratlosen wirtschaftlichen Establishment im Rückblick auf die globale Finanzkrise und die von ihr verursachten Nachwehen getroffen wurde.

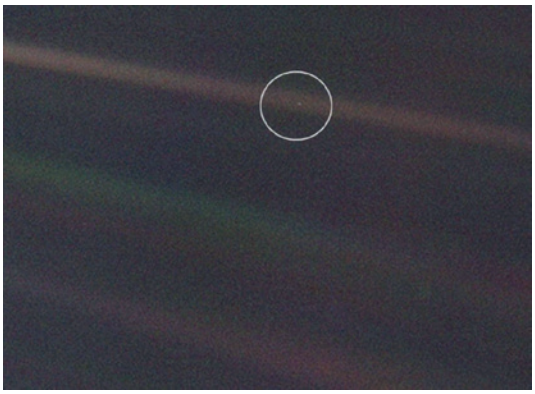
Einige der anderen Sorgen lassen sich nicht so leicht von der Hand weisen. Die ökologischen Probleme unserer Zeit sind reell und erscheinen alarmierend. Neue Technologien und die aufkommende künstliche Intelligenz (KI) können Furcht einflössend sein. Ausserdem geraten im Zuge der kurzlebigen und hitzigen politischen Debatte heutzutage einige wichtige gesellschaftliche Erkenntnisse in Vergessenheit.

Der „Pale Blue Dot“

Auch wenn es alt und abgedroschen klingt: Wir plündern die knappen Ressourcen dieser Welt. Wie also kann uns jener blassblaue Punkt auf der von Carl Sagan so betitelten Aufnahme

Abbildung 1: Der „Pale Blue Dot“

Die Welt aus Sicht der Raumsonde Voyager 1 (1994)



Quelle: NASA/JPL-Caltech

unseres Planeten Erde eine nachhaltige Lebensgrundlage bieten? In jüngerer Zeit mündete die Sorge in das Bewusstsein, dass wir möglicherweise auch das Klima dieser Erde auf katastrophale Weise verändern.

In der Praxis jedoch hat uns unsere Fähigkeit zur genauen Messung der verbleibenden Mengen an Nahrung, Wasser, Öl und Metallen getrogen. Tatsächlich haben wir uns bis dato in einer Unterschätzung dieser Ressourcen geübt.

Als Malthus im Jahre 1798 seine *Abhandlung über das Bevölkerungsgesetz* verfasste und davor warnte, dass sich die Welt nicht selbst würde ernähren können, lebten rund 1 Milliarde Menschen auf dem Planeten. Inzwischen ist diese Zahl auf sieben Milliarden angewachsen. Hungersnöte lassen sich nicht vermeiden, doch diese sind eher lokalen Unzulänglichkeiten wie Bodenfruchtbarkeit, Wetter oder mangelhafter Staatsverwaltung und nicht globalen Engpässen geschuldet.

In einem Artikel aus dem Jahre 1956 prophezeite der Geophysiker M. King Hubbert, dass die US-Ölförderung Anfang der 1970er-Jahre ihren Höhepunkt erreichen würde. Das stimmte, bis die Schieferölproduktion in jüngerer Zeit für Rekordfördermengen sorgte. Und im Jahr 2001 sagte Professor Kenneth Deffeyes den Höhepunkt der globalen Ölproduktion im nächsten Jahrzehnt voraus. Diese hat gegenwärtig erneut Höchststände erreicht (Abbildung 2).

1980 forderte der US-Ökonom Julian Simon den pessimistischen Biologen Paul Ehrlich zu einer öffentlichen Wette heraus. Obschon Ehrlich auf seiner These der schleichenden Plünderung beharrte, wettete Simon darauf, dass die inflationsbereinigten Preise einer Liste von fünf (von Ehrlich auszuwählenden) Rohstoffen im folgenden 10-Jahres-Zeitraum eher fallen als steigen würden. Simons Prognose war äusserst gewagt, denn in diesem Kontext waren zehn Jahre ein kurzer Zeitraum. Hinzu kam, dass die Preise infolge der unterschiedlichsten Faktoren hätten steigen können, selbst wenn Simons unterliegende Theorie prinzipiell richtig gewesen wäre. Doch seine These bewahrheitete sich, und die Preise aller von Ehrlich ausgewählten Metalle fielen im besagten Zeitraum, sodass er seine Wettschulden letztlich anstandslos beglich (siehe hierzu *The Bet* von Paul Sabin).

Allgemein betrachtet schenken wir Innovation und Preismechanismen zu wenig Vertrauen. Wir leben auf der hauchdünnen Oberfläche jenes blassblauen Punktes und können nur erahnen, was in und unter ihm liegt. Die Verfahren für Exploration und Gewinnung werden stetig weiterentwickelt. Und sollte doch eine Knappheit eintreten, können höhere Preise zu mehr Aufwand führen und (wann immer möglich) die Wiederverwendung von Ressourcen und die Nutzung von Alternativen fördern. Zwei Drittel der Erdoberfläche sind mit Wasser bedeckt, das mit einer immer besseren Entsalzungstechnik besser genutzt werden könnte.

Der fortschreitende Klimawandel ist unvermeidbar, und die Versuche einer Eindämmung haben durch den Rückzug der USA aus dem Pariser UN-Klimaübereinkommen einen Dämpfer erlitten. Dessen ungeachtet verbleibt Spielraum für Klimaschutz und Klimaanpassung und neue Perspektiven.

Auch wenn die Verabschiedung länderübergreifender Massnahmen dem Hüten von Flöhen gleichkommt, ist sie nicht unmöglich. So wurde vor einigen Jahrzehnten den Treibhausgasemissionen der Kampf angesagt. Es kann helfen, wenn den Märkten – so wie beim Emissionsrechtehandel – „externe Effekte“ vor Augen geführt werden. Gleiches gilt für die Entwicklung erneuerbarer und nicht kohlenstoffbasierter Brennstoffe, darunter die potenzielle Renaissance der Kernspaltung und möglicherweise eines Tages der Kernfusion.

Das Thema Anpassung in den Mund zu nehmen, mag mutlos erscheinen, doch der Klimaschutz hat seinen Preis. Unter Umständen ist es durchaus sinnvoller, sich mit den meisten Folgen des bevorstehenden Klimawandels abzufinden. Durch Kälte sterben mehr Menschen als durch Hitze, und einige Regionen werden fruchtbarer werden. Bei höheren Meeresspiegeln und noch stärkeren Wetterkapriolen, die bislang noch ausgeblieben sind, lassen sich entsprechende Massnahmen ergreifen.

In ähnlicher Weise stellt sich die Frage, ob vor dem Hintergrund hochkochender Emotionen andere, weniger pessimistische Perspektiven vorhanden sind. Verglichen mit den bestehenden interregionalen Schwankungen ist der potenzielle Anstieg der Durchschnittstemperatur gering. Nach dem rapiden Anstieg der Lebensstandards in den letzten 200 Jahren (Abbildung 3) hätte eine gewisse mildernde Abschwächung des Wachstums in den nächsten Jahrzehnten kaum katastrophale Folgen. Überdies führt das gegenwärtige Umfeld niedriger Zinsen unter anderem dazu, dass wir das Wohlergehen künftiger Generationen bereits implizit deutlich höher bewerten als je zuvor. Die niedrigen, im Stern-Report von 2006 dargelegten Abzinsungssätze erscheinen inzwischen nicht mehr so weit hergeholt.

Auf die Gefahr hin, hier eine Binsenweisheit auszusprechen, darf die Behauptung, wonach die Ressourcen dieser Erde möglicherweise nachhaltiger sind als erwartet, nicht als Vorwand für eine Gleichgültigkeit gegenüber der Umwelt dienen. In ähnlicher Weise könnte der Klimawandel keine existenzielle Bedrohung darstellen. Wir könnten jedoch nach wie vor auf das Prinzip der Hoffnung setzen und uns dafür entscheiden, seine Auswirkungen abzumildern.

Die Singularität

Roboter sind auf dem Vormarsch und mit ihnen rückt der Zeitpunkt näher, zu dem künstliche Intelligenz die „Singularität" des Menschen erreichen und übertreffen wird. So jedenfalls lautet die Lehrmeinung.

2015 prophezeite der Chefvolkswirt der Bank of England, dass in Grossbritannien 15 Millionen Jobs von Robotern übernommen werden könnten. Gegenwärtig ist die Zahl der Vollzeitstellen in Grossbritannien mit 24 Millionen so hoch wie nie zuvor und um 1 Million höher als bei dieser Aussage. 2014 warnte Professor Steven Hawking davor, dass künstliche Intelligenz eines Tages die Menschheit bedrohen könnte. So soll der sogenannte „Paperclip Maximizer" in dem Gedankenspiel von Nick Bostrom die Welt in ein blosses Behältnis voller Büroklammern auf Kosten jeder Lebensgrundlage verwandeln.

Doch wir betrachten neue Technologien als Schöpfer und nicht als Zerstörer langfristigen Wohlstands. Sie machen uns effizienter, vielseitiger, gesünder und glücklicher und helfen uns, mehr von den knappen Ressourcen zu erhalten. Ausserdem gehen wir davon aus, dass wahre künstliche Intelligenz noch einige Zeit auf sich warten lässt. Das Potenzial von Robotern zur Ersetzung des Menschen – statt ihm zu dienen – kann überschätzt werden.

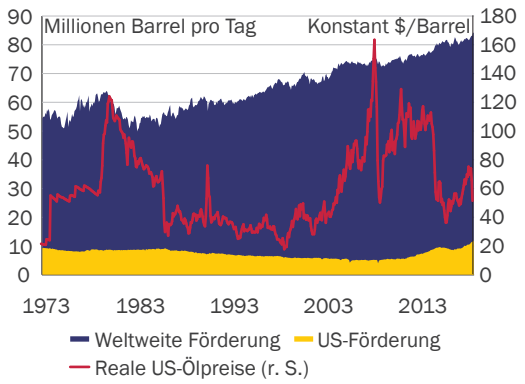
Das Unbehagen ist jedoch nachvollziehbar, denn neue Technologie kann auch Umwälzungen mit sich bringen. Gefährdet sind beispielsweise Bearbeitungstätigkeiten wie derzeit im Finanz- und Rechtswesen und in Fabriken – eine Erfahrung, die auch einst die Ludditen machen mussten. Erforderlich sind ein angemessenes Sicherheitsnetz und eine Umschulung für all jene, die dabei auf der Strecke bleiben. Allerdings werden neue Industrien und Berufe helfen, die Lücken zu füllen, auch wenn sich diese vorab niemals erkennen lassen. Zu bedenken ist ebenfalls, dass die Einführung neuer Technologien bislang stets mit einem steigenden allgemeinen Lebensstandard einherging.

Betroffen sind aber nicht nur Bearbeitungstätigkeiten. So geht es beispielsweise bei Finanzdienstleistungen nicht nur um Data-Mining, Trading und Abwicklung, sondern auch um die Erbringung von Beratung, Vermittlung und, man mag es kaum glauben, gelegentlich um Dienstleistungen. Unsere Grundfragen sind begrifflicher Natur und drehen sich eher um Kausalität als um Korrelation. Wir oder die Maschinen können diese nicht ohne Weiteres beantworten.

Wissenswert wäre beispielsweise, was Zinsen und Wechselkurse wirklich beeinflusst, oder ob ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 16 zu hoch ist. Oder ob die Anleger eine Neuemission finanzieren, eine Fusion in geschäftlicher Hinsicht sinnvoll ist, wir uns gegen Katastrophen versichern können, oder wie sich die Verfassung eines Unternehmens den tatsächlichen Verhältnissen entsprechend

Abbildung 2: Ölförderung und -preise

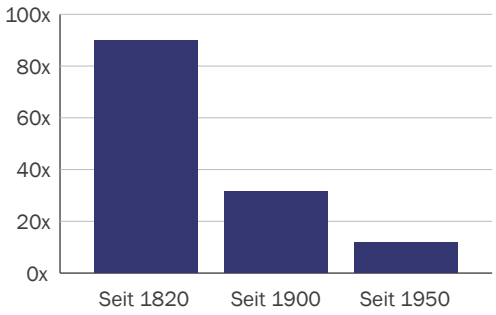
Globale Förderung und auch US-Förderung so hoch wie nie zuvor



Quelle: Bloomberg, EIA, Rothschild & Co
Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

Abbildung 3: Globales reales BIP: Vielfache der Anfangsniveaus

Eine anschliessende Abschwächung wäre zu verkraften



Quelle: Our World in Data, Rothschild & Co
Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

„Es ist unmöglich, eine vollständige epistemologische Beschreibung einer Sprache A in der gleichen Sprache A abzufassen, da die Wahrheit von Sätzen in A nicht in A definiert werden kann.“
Kurt Gödel

„Das allgemeine Problem der Software-Verifizierung kann nicht von einem Computer gelöst werden.“
Michael Sipser

darstellen lässt. Ebenso könnten wir uns fragen, wie sich der reale Wert unserer Ersparnisse am besten schützen lässt.

Auch andere Dienstleistungssektoren sehen sich Fragen gegenüber und/oder sind auf echte Kundeninteraktion angewiesen, die nicht durch mehr Rechenleistung gegenüber dem Kunden gewährleistet werden kann.

Indes gibt es nach wie vor zahlreiche körperliche Tätigkeiten, die selbst die geschicktesten und agilsten Roboter in absehbarer Zeit nicht übernehmen können. Auf diese Weise könnte ein interessantes neues Gefälle bei den Reallöhnen entstehen: Pflegekräfte und Bauarbeiter könnten mehr verdienen als zahlreiche Arbeitskräfte in Fabriken und Büros. Und die Vergütung für Installateure und Profifussballer könnte noch weiter steigen.

Befassen wir uns mit der Kernthese in Bezug auf Maschinen – dass Letztere kurz davor sind, unabhängig zu denken und ein Bewusstsein zu entwickeln.

Wir sind da skeptisch. Gewiss verarbeiten Computer in kürzester Zeit Unmengen an Zahlen und erkennen Muster. Doch sie können weder denken noch kreativ sein, sondern lediglich Muster nachahmen, die wir ihnen aufgezeigt haben. Maschinen, die denken und kreativ sein sollen, müssen ein Bewusstsein entwickeln und unabhängig und spontan handeln können. Das scheint in absehbarer Zeit nicht möglich zu sein.

Da wir nicht einmal selbst wissen, wie unser Geist funktioniert, werden wir kaum in der Lage sein, Maschinen ein Bewusstsein einzuverleiben. Sicher ist nur, dass Intelligenz mit keinem einheitlichen, geschlossenen und wasserdichten System aus Logik oder Sprache unterlegt ist. Wie Kurt Gödel 1931 nachwies, kann ein solches System gar nicht existieren.

Die uns zur Verfügung stehenden Sprachen sind unweigerlich allesamt unvollständig oder inkonsistent. Würde mir beispielsweise jemand glauben, wenn ich schreibe, dass ich ein Lügner bin? Oder man stelle sich wie Bertrand Russell das Paradoxon der Menge aller Mengen vor, die sich nicht selbst als Element enthalten. Und doch können wir kommunizieren und funktionieren. In gewisser Weise erkennen wir dabei, dass verschiedene Kontexte verschiedener Sprachen und Workarounds bedürfen. Doch wie wir dementsprechend unsere Bezugsrahmen wechseln, wissen wir nicht und können dies erst recht keinem Computer beibringen.

Im Übrigen leistet nicht nur der menschliche Geist Erstaunliches. Auch andere intelligente Wesen wie Stare, Fische oder Termiten besitzen verblüffende Fähigkeiten, die sich gegenwärtig unserem Verständnis entziehen.

Demgemäss könnte das „A“ der englischen Abkürzung für Künstliche Intelligenz (AI) derzeit jeweils für „artificial“ (künstlich), „autonomous“ (autonom) oder „augmented“ (erweitert) stehen. Doch das „I“ von Intelligenz fehlt. Die Fragen, die uns Maschinen beantworten sollen, sind sorgfältig auszuwählen, sofern die Antwort brauchbar sein soll. In der Romanreihe *Per Anhalter durch die Galaxis* von Douglas Adams wird ein Computer namens Deep Thought speziell dafür gebaut, die Antwort auf die Frage aller Fragen, nämlich die „nach dem Leben, dem Universum und dem ganzen Rest“ zu errechnen. Nach 7,5 Millionen Jahren gelangte Deep Thought zu einer Antwort: 42.

Wen diese Antwort noch immer nicht zufriedenstellt, dem sei folgende Überlegung mit auf den Weg gegeben: Wenn Roboter alle unsere Jobs übernehmen – wer wird dann die von ihnen produzierten Güter kaufen? Schon Henry Ford wusste, dass es nicht gut für das Geschäft ist, die eigenen Kunden zu entlassen.

Das politische Pendel

In ihrem Godesberger Programm prägte die Sozialdemokratische Partei Deutschlands (SPD) vor 60 Jahren einen Satz, der meines Erachtens noch verbesserungsfähig ist und sich um die optimale Organisation einer Volkswirtschaft dreht: „So viel Markt wie möglich, so viel Staat wie nötig.“

Wenn sich die Gesellschaft unabhängig von der Richtung vom Mittelpunkt dieser Mischwirtschaft entfernt, verschlechtern sich die Dinge. Konzentriert sich die Politik zu sehr auf die Märkte und darauf, den Kuchen grösser zu machen, kommt es zu einer untragbaren Ungleichheit. Doch wenn der Schwerpunkt auf staatlichen Interventionen und der gleichmässigen Verteilung des Kuchens liegt, ist Letzterer am Ende wesentlich kleiner.

Die grössten Abweichungen mündeten bis dato in mehr Staat und Kollektivismus. Libertäre Experimente in der Grössenordnung der UdSSR, Chinas, Nordkoreas, Kambodschas und anderer Staaten hat es bislang nicht gegeben. Die grossen Experimente nahmen ausnahmslos einen schlechten Verlauf und mündeten in niedrigere Lebensstandards und Schlimmeres. In der Wirtschaft gibt es nur wenige empirische Gesetze, doch dieses scheint eines zu sein.

Wir hüten uns in der Regel vor einer Analyse des „Gesamtbildes". Unter anderem haben wir aufgezeigt, dass Trump und Brexit im Grunde genommen nichts anderes sind als der populistische Wunsch, dem selbstherrlichen Establishment einen Denkzettel zu verpassen, der möglicherweise genauso schnell wieder verschwindet wie er entstand. Doch auf beiden Seiten des Atlantiks könnte das Pendel wieder klammheimlich in Richtung Kollektivismus ausschlagen, selbst während die Erfahrung Venezuelas bedauerlicherweise zum üblichen Ergebnis führt. Müssen künftige Generationen dieses Gesetz der Wirtschaft wieder neu lernen?

Wir sind nicht dieser Auffassung. Doch eine Prognose könnte dieses Mal besonders schwierig sein. Auf der einen Seite stehen die Werte der Aufklärung: Vernunft und Empirismus. Doch beiden stehen unreflektierte Überzeugungen und Kitsch gegenüber. Und doch „sehen wir alle nur Katzenvideos im Internet".

Gegenwärtige anlagerelevante Schlussfolgerungen

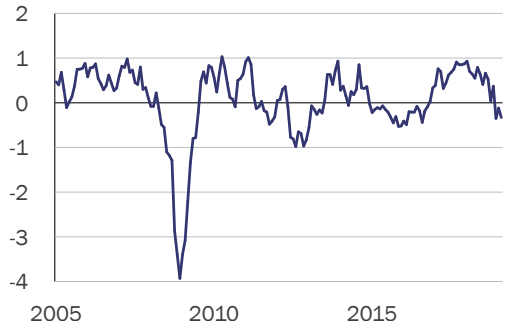
Wir hielten den Ausverkauf an den Aktienmärkten Ende 2018 zwar für übertrieben, doch die Erholung könnte das Aufwärtspotenzial von 2019 inzwischen weitestgehend aufgezehrt haben. Die Unternehmensgewinne haben eine Pause eingelegt, ohne sich ins Gegenteil zu verkehren. Doch das wird sich den Anlegern unter Umständen erst in einiger Zeit offenbaren. Indes könnte die US-Notenbank ihre geldpolitische Normalisierung zu früh ausgesetzt haben. Eine weitere Erhöhung der US-Zinsen zum Jahresende hin würde uns nicht überraschen. Auch die Wahrscheinlichkeit, dass die Kreditwürdigkeit der Unternehmen mit fortschreitendem Konjunkturzyklus sinkt, hat zugenommen. Ganz anders als die meisten Anleihen sind Aktien unseres Erachtens weiterhin in der Lage, langfristige Erträge oberhalb der Inflationsrate zu generieren. Allerdings muss der Glaube an den Zyklus inzwischen schwächer sein, als er es seit Beginn der letzten Marktrally vor genau zehn Jahren gewesen ist.

- Wir betrachten die meisten Anleihen und liquide Mittel nach wie vor als Teil der Portfolioabsicherung und nicht als wahrscheinliche Quelle realer Anlageerträge.
- Die meisten Märkte für Staatsanleihen erscheinen teuer bewertet, insbesondere weil die US-Renditen gesunken sind und kaum für Inflations- und Durationsrisiken entschädigen. Nur wenige erstklassige Renditen liegen über den derzeitigen Inflationsraten.
- Wir bevorzugen erstklassige Unternehmensanleihen nach ihrer Rally nicht mehr gegenüber Staatsanleihen in den USA. In Europa, wo die EZB ihre Anleihenkäufe inzwischen eingestellt hat, haben sich die Spreads ausgeweitet (gegenüber wesentlich niedrigeren Renditen von Staatsanleihen).
- Wir bevorzugen Anleihen mit relativ niedriger Duration in der Eurozone und in Grossbritannien und nunmehr auch in den USA. Inflationsindexierten US-Anleihen bescheinigen wir nach wie vor eine gewisse Attraktivität. Die Niveaus spekulativer Anleihen waren nach dem Abverkauf nicht attraktiv genug. Inzwischen haben die Märkte eine Rally verbucht, während wieder Anleihen platziert werden. Weiterhin spricht unseres Erachtens wenig dafür, Schwellenländeranleihen in Lokalwährung in Multi-Asset-Portfolios aufzunehmen.
- Wie bisher bevorzugen wir in den meisten Regionen – selbst in Grossbritannien, wo die grossen Indizes echt globaler Natur sind – Aktien gegenüber Anleihen. Doch nach ihrer Erholung machen wir durch den anhaltenden Gewinnrückgang und/oder eine Erholung der US-Zinsen ein taktisches Risiko aus. Wir sind von wenigen Regionen überzeugt, glauben jedoch nach wie vor daran, dass die strukturelle Attraktivität der asiatischen Schwellenländer ungeachtet der Handelsspannungen intakt bleibt, während die Rentabilität in den USA hoch bleiben dürfte. Wie bisher favorisieren wir überwiegend eine Mischung aus zyklischem und langfristigem Wachstum, wenn auch das Pendel inzwischen mehr zu Letzterem umgeschlagen hat.
- Devisengeschäfte bieten Anlegern keinen systematischen Mehrwert, und unter den Hauptwährungen bestehen derzeit kaum deutliche Fehlbewertungen. Dass die US-Notenbank ihren Ton abgemildert hat, hat dem US-Dollar zwar geschadet. Doch das Wirtschaftswachstum und der gegenwärtige Zins-Carry dürften ihn beflügeln. Dagegen kämpft der Euro mit einem schleppenden Wachstum und einer noch gemässigteren Zentralbank. Auch wenn das Pfund kurzfristig unter den Brexit-Spannungen leidet, bleibt es eine überzeugende Währung und ist langfristig betrachtet in der Lage, selbst bei einem ungeordneten Brexit (letztlich) wieder in die Höhe zu schnellen.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

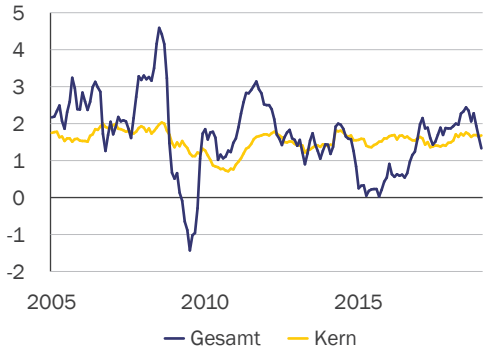
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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

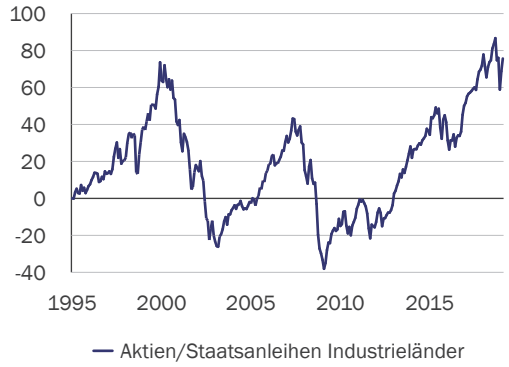
G7 Inflation

%, zum Vorjahr



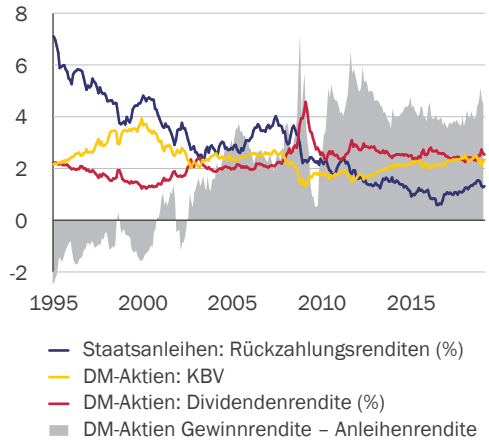
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	2.7	4.5	0.3
10-J.-US-Gilt	1.3	3.7	6.3
10-J.-Bundesanleihen	0.2	5.0	2.9
10-J-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.2	2.9	-0.2
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	-0.0	1.2	0.5
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	2.0	3.9	7.9
Globale Anl.: Hochzins (USD)	6.4	3.5	30.5
EM (USD)	5.5	3.0	19.2

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.6	1.6	42.1
DM	2.5	2.5	41.6
EM	2.8	-5.1	46.9
US	2.0	4.3	49.9
Eurozone	3.4	-2.9	25.5
GB	4.9	2.1	30.7
Schweiz	3.0	8.6	28.9
Japan	2.4	-6.4	28.2

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	107	5.3	-0.2
Euro (EUR)	124	-0.9	5.5
Yen (JPY)	90	0.3	1.3
Pfund (GBP)	80	2.6	-5.1
Schweizer Franken (CHF)	155	0.5	-1.3
Chin. Yuan (CNY)	134	-0.9	-4.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	183	-5.8	13.0
Brent Rohöl ($/b)	66.0	0.4	88.1
Gold ($/oz.)	1,313	-0.4	7.4
Industriemetalle (1991 = 100)	255	-8.1	37.7
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	14.8	-25.5	-25.4
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	47.2	-25.0	-42.8

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per 28. Februar 2019.

Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

Wichtige Informationen

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited 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 Wealth Management UK Limited dem nicht im Voraus ausdrücklich schriftlich zugestimmt hat. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung. Der Wert einer Kapitalanlage und die mit ihr erzielten Erträge können im Falle von Anlagen in Auslandswährungen aufgrund von Wechselkursänderungen steigen oder sinken. Investitionen in Schwellenmärkten können grösseren Risiken unterliegen. Bei Portfolios, die in Anlagen und andere festverzinsliche Wertpapiere investieren, können Zinsänderungen zu Wertverlusten führen. Hedgefonds setzen häufig Fremdkapital ein; die Aufnahme von Krediten zur Ertragssteigerung und andere spekulative Anlagepraktiken erhöhen das Risiko von Anlageverlusten.

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert Rothschild & Co Wealth Management UK Limited weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut; ausgenommen sind Fälle von Betrug. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Handelt es sich bei der Datenquelle in dieser Präsentation um MSCI, sind wir verpflichtet Ihnen als Nutzungsbedingung Folgendes mitzuteilen: „Weder MSCI noch eine andere an der Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der MSCI-Daten beteiligte Partei leisten ausdrückliche oder indirekte Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die infolge ihrer Nutzung zu erzielenden Ergebnisse), und sämtliche Parteien lehnen hiermit ausdrücklich sämtliche Gewährleistungen in Bezug auf die Echtheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck dieser Daten ab. Unbeschadet des Vorstehenden übernehmen MSCI, die mit ihr verbundenen Unternehmen oder Dritte in Bezug auf die Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der Daten keinerlei Haftung für unmittelbare, mittelbare, besondere, Strafschadenersatz einschliessende, Folge- oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), auch dann nicht, wenn auf die Möglichkeit solcher Verluste hingewiesen wurde. Eine Verteilung oder Weiterverbreitung der Datens von MSCI ist ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI unzulässig."

In Grossbritannien wird dieses Dokument von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited, in der Schweiz von Rothschild & Co Bank AG ausgegeben. In manchen Ländern kann die Ausgabe dieses Dokuments durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich zu informieren und alle einschlägigen rechtlichen und aufsichtsbehördlichen Bestimmungen einzuhalten. Im Zweifelsfall dürfen weder dieses Dokument noch Kopien davon in die USA versandt oder mitgenommen oder in den USA in Umlauf gebracht oder an eine US-Person ausgehändigt werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Hinweise auf Rothschild & Co beziehen sich auf jedes zum Konzern der Rothschild & Co Continuation Holdings AG gehörende Unternehmen, das unter dem Namen «Rothschild & Co» tätig ist, aber nicht notwendigerweise auf ein bestimmtes Rothschild & Co Unternehmen. Kein Unternehmen der Rothschild & Co Gruppe ausserhalb Grossbritanniens unterliegt dem britischen Financial Services and Markets Act aus dem Jahr 2000. Falls dennoch Dienstleistungen dieser Unternehmen angeboten werden, so gelten die britischen aufsichtsbehördlichen Schutzbestimmungen für Privatkunden nicht. Auch besteht kein Anspruch auf Entschädigung nach dem britischen Financial Service Compensation Scheme.

Zur Rothschild & Co Gruppe gehören unter anderem folgende Vermögensberatungsgesellschaften:

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Registriert in England unter der Nummer 04416252. Sitz der Gesellschaft: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority.

Rothschild & Co Bank International Limited. Sitz der Gesellschaft: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Lizensiert und beaufsichtigt von der Guernsey Financial Services Commission.

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

Hinweise

Rothschild & Co Wealth Management bietet eine objektive langfristige Perspektive bei der Anlage, der Strukturierung und Wahrung von Kapitalanlagen, um das Vermögen unserer Kunden zu erhalten und zu steigern.

Wir bieten einigen der vermögendsten und erfolgreichsten Familien, Unternehmen und Stiftungen ein umfangreiches Leistungsspektrum.

In einem Umfeld, das häufig von einer kurzfristigen Sichtweise geprägt ist, unterscheiden wir uns mit unserer langfristigen Perspektive. Wir glauben, dass die Vermögenssicherung der richtige Ansatz bei der Vermögensverwaltung ist.

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

Düsseldorf
Heinrich-Heine-Allee 12
40213 Düsseldorf
Deutschland
+49 211 8632 17-0

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

Genf
Rue de la Corraterie 6
1204 Genf
Schweiz
+41 22 818 59 00

Guernsey
St Julian's Court
St Julian's Avenue
St Peter Port
Guernsey, GY1 3BP
Kanalinseln
+44 1481 705194

Hongkong
16th Floor Alexandra House
18 Chater Road
Central Hong Kong SAR
Volksrepublik China
+852 2131 9971

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 7111