

Marktausblick



Rezessionen und Portfolios

Ausgabe 98 | Mai 2019



Vorwort

„Guten Morgen! Oh, und falls wir uns nicht mehr sehen: Guten Tag, guten Abend und gute Nacht!“
Die Truman Show (1998)

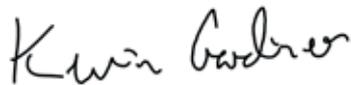
Alles sah nach Stabilität aus – zumindest bis zu den jüngsten Tweets über den Handelsstreit. In der Tat hat sich die globale Wirtschaft abgekühlt, ist aber nicht eingebrochen. Zudem sind wir (bislang) von den Unternehmensgewinnen positiv überrascht.

China und die USA führen mit ihrem Wachstum weiterhin die Bestenliste an, während die Eurozone eher am unteren Ende anzusiedeln ist (selbst das derzeit steuerlose Vereinigte Königreich könnte besser abschneiden). Nirgends lässt sich aber sonderlich viel Inflation ausmachen. Die Zentralbanken, insbesondere die US-Notenbank Fed, mögen nach unserem Dafürhalten zu grosszügig vorgehen. Bisher haben sie jedoch keinen merklichen Schaden angerichtet.

Diese so unbeliebte Expansion in den USA überlebt und übertrifft mittlerweile seit zehn Jahren die ihr widersprechenden trübseligen Prognosen. Diesen Sommer könnte daraus die längste jemals verzeichnete Wachstumsphase werden, und die Kernwachstumsrate dürfte sich kaum von der letzten Expansion (die damals natürlich von den Exzessen bei den Hypotheken schöngerechnet wurde) unterscheiden.

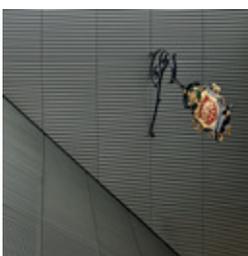
Irgendwann wird es aber wieder zu einer Flaute kommen. Diesen Monat werfen wir einen Blick zurück und fragen, wie sehr sich die Anleger vor einer Rezession fürchten sollten. Die Antwort lautet: Das kommt darauf an – eine gute Nachricht für die, die glauben, dass wir zu einem weiteren Ereignis wie der globalen Finanzkrise verdammt sind.

Ferner möchten wir darauf hinweisen, dass der Zyklus eine unumgehbare wirtschaftliche Tatsache ist, ungeachtet der anmassenden Wünsche, ihn abzuschaffen. Möglicherweise ist das auch gut so. Eine Welt, in der uns routinemässig Exzesse und Katerstimmungen erspart bleiben, wäre wohl ein wenig wie die von Truman – oberflächlich attraktiv, aber irgendwie auch ärmer.



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: Mai 2019.
Stand der Daten: 30. April 2019.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Rezessionen und Portfolios

Es kommt darauf an

Unbeliebter Zyklus betritt Neuland

In Kürze könnte die längste jemals verzeichnete wirtschaftliche Expansion in den USA Wirklichkeit werden. Sollte sie bis zur Jahresmitte anhalten, würde sie den Zyklus von 1991 bis 2001 von seinem Spitzenplatz der Rangliste des US-Wirtschaftsinstituts National Bureau of Economic Research (NBER) vertreiben, dessen Aufzeichnungen bis in das Jahr 1860 zurückreichen.

Einige Anleger sind mittlerweile nervös, denn die lange Dauer scheint darauf hinzudeuten, dass das Ende der gegenwärtigen Expansion überfällig ist. Sollte man sich auf den unweigerlichen Niedergang vorbereiten, und wenn ja, wie?

Wir haben uns bislang für einen Vertrauensvorschuss entschieden. Viele andere Marktbeobachter haben diese Expansionsphase hingegen von Anfang an abgeschrieben. Sehr viel „cleveres Geld“ hat Anlagen während der Expansionsphase abgestossen oder sie durchwegs ignoriert.

Als clever gilt, wer behauptet, die USA wären nicht dazu in der Lage, noch weiter zu wachsen. Dafür werden als Argumente eine zu hohe Verschuldung, eine langfristige Stagnation und vieles mehr angeführt. Tatsächlich betrug das Wachstum der Realausgaben der Privathaushalte und Unternehmen im Durchschnitt 3.1 Prozent, was sich vom vorherigen Konjunkturaufschwung (3.4 Prozent) kaum unterscheidet. Überraschen sollte das eigentlich niemanden.

Ebenfalls angesagt ist die Behauptung, die USA würden keine so grosse Rolle mehr spielen. Während China jedoch unlängst mehr zum globalen BIP-Wachstum beigetragen haben mag, ist es (nach wie vor) das Wachstum in den USA, das an den Kapitalmärkten den Ausschlag gibt. Und weil die Importe der USA höher sind und schneller wachsen als ihre Exporte, haben die USA auch einen grösseren internationalen Beitrag geleistet.

Ferner fielen die Zugewinne weniger ungleichmässig aus, als behauptet. Die Arbeitslosenrate ist aktuell die niedrigste seit den 1960er-Jahren, und die weithin zitierten Daten

zum mittleren Haushaltseinkommen können irreführend sein. Die von wohlmeinenden Marktbeobachtern gehegte Überzeugung, wonach Vermögenseffekte infolge der quantitativen Lockerung den Aufschwung befeuert haben und zugleich das Wachstum ungewöhnlich ungleich verteilt war, ist etwas widersprüchlich, denn wohlhabende Konsumenten machen nur einen relativ geringen Anteil der Gesamtausgaben aus. Im Gegensatz zu dem, was die Beobachter nahelegen, kam es auch nicht zu einem goldenen Zeitalter der Gleichheit.

Unterdessen bleibt unsere Hauptthese für den Vertrauensvorschuss intakt: Es mangelt einfach an Exzessen. Die Verbraucher haben sich nicht überschuldet, und die Banken waren bei der Kreditvergabe vorsichtig. Ferner bleibt die Inflation verhalten.

Trotzdem wird die Erholung in den USA, wie sehr sie auch unterschätzt wird bzw. wie günstig sie auch verlaufen mag, irgendwann enden, und die Wirtschaft wird für eine gewisse Zeit den Rückwärtsgang einlegen. Die wahrscheinlichen Kosten für die Gesellschaft sind klar abzusehen: eine steigende Arbeitslosigkeit und Einkommensverluste. Was könnte dies nun für Kapitalanlagen bedeuten?

Die frustrierende, aber ehrliche Antwort lautet: Das kommt darauf an. Wir sind oft nachlässig und verwenden den Begriff „Rezession“ als wahllosen Ausdruck von etwas Negativem. Aber Flauten unterscheiden sich stark voneinander, und ihre Auswirkungen auf Portfolios umso mehr.

Spoiler-Alarm: Wirtschaftsexperten, habt Acht!

Das Ende einer NBER-Expansion ist nicht die einzige Definition einer Rezession. Das NBER datiert den US-Zyklus auf den jüngsten Monat mithilfe verschiedener Indikatoren, während eine Rezession im Allgemeinen als zwei vierteljährliche BIP-Rückgänge in Folge definiert wird. Beide Definitionen beziehen sich jedoch auf eine schrumpfende Wirtschaft.

Unter Umständen können wir die nächste Kontraktion in den USA nicht vorhersehen. Natürlich werden wir unser Bestes tun, aber der exakte Zeitpunkt der meisten Rezessionen lässt sich oft nicht erraten. Die meisten *tatsächlich* vorhergesagten Rezessionen treten nicht ein,

sondern stellen sich vielmehr als Fehler der häufig pessimistischen Wirtschaftsexperten heraus.

Weshalb lassen sich Flauten so schwer vorhersehen? Sie sind recht selten, denn meistens befindet sich die Wirtschaft auf Wachstumskurs. Unerwartete Ereignisse wie die Terroranschläge vom 11. September 2001 oder die globale Finanzkrise 2008 können die Wirtschaft erschüttern. In der Regel treten Abschwünge aber unerwartet ein, da die Wirtschaft letztlich von Menschen betrieben wird, und Menschen werden von Emotionen geleitet, die bekanntermassen schwanken.

Vertrauen kann schnell verloren gehen, was wie ein Lauffeuer um sich greifen kann. Es ist schon eher Kunstfertigkeit als exakte Wissenschaft vorherzusehen, wann unsere kollektive Stimmung umschwenkt und Ausgaben für grössere Anschaffungen (ein neues Auto oder modernere Produktionsanlagen) nicht mehr als Bereicherung für unser Leben oder ein

Unternehmen, sondern stattdessen als kapitalzehrende Belastung angesehen werden. Und es handelt sich dabei um eine Kunst ohne herausragende Künstler.

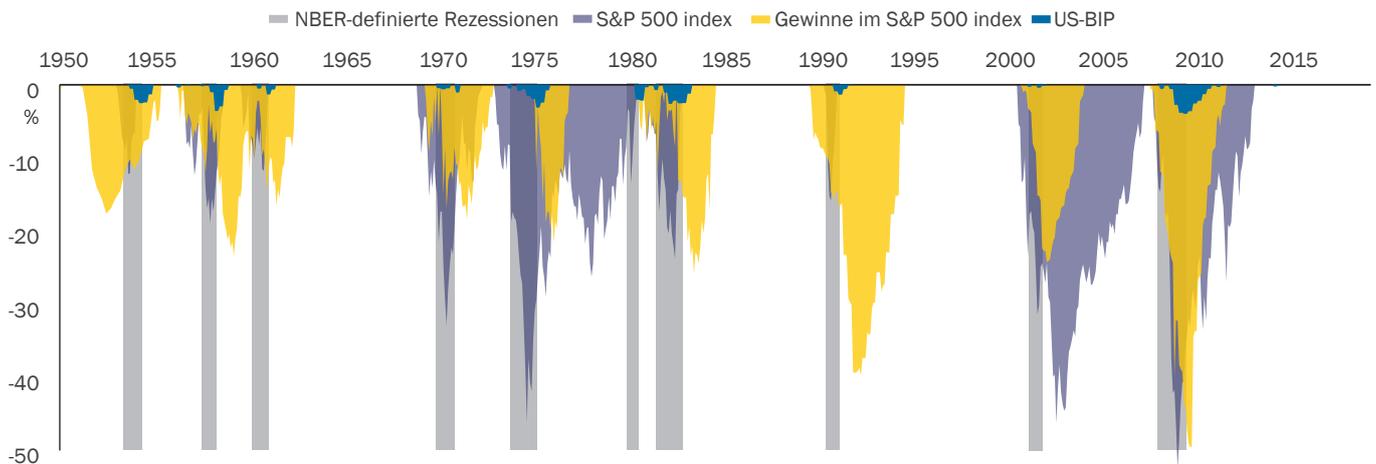
Können Zentralbanken Rezessionen nicht einfach abschaffen?

In der Traumwelt eines jeden Volkswirts würden in dem Augenblick, in dem eine Konjunkturschwäche scheinbar unmittelbar bevorsteht, die Zinsen umgehend gesenkt und/oder die öffentlichen Ausgaben erhöht und/oder die Steuern gesenkt werden, um die Flaute einfach aus der Welt zu schaffen. Im umgekehrten Fall, wenn das Wachstum allzu stark erscheint, könnten die jeweiligen Entscheidungsträger einfach die Zinsen erhöhen und/oder die Fiskalpolitik straffen.

Diese Ansicht einer Art „Regelungstechnik“ wurde erstmals in den 1950er-Jahren populär. In der Praxis sorgten die Verzögerungen im System, d.h. der Zeitaufwand, um das Problem zu identifizieren, Massnahmen zu beschliessen und anschliessend

Abbildung 1: NBER-Rezessionen und US-Aktien

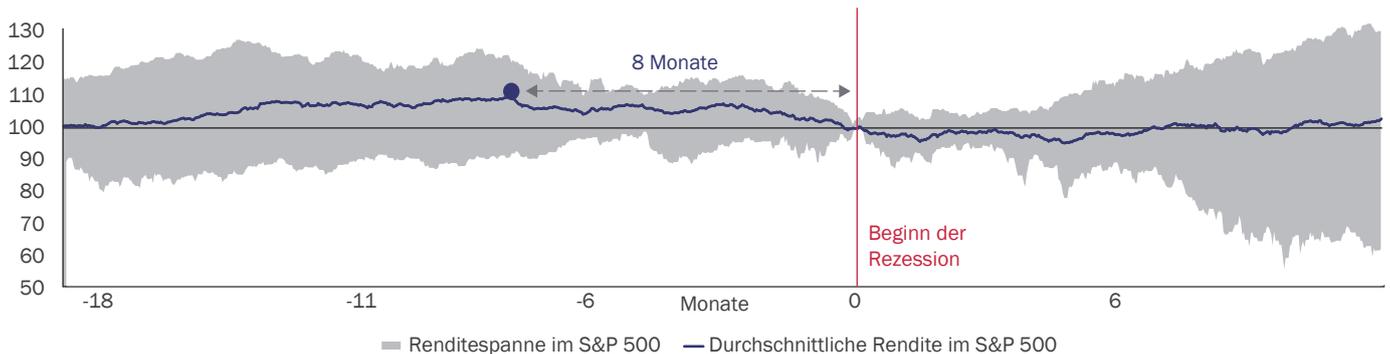
Maximalrückgänge bzw. -verluste bei BIP, Aktienkursen und Gewinnen in den USA rund um NBER-Rezessionen



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

Abbildung 2: Markt-Timing und NBER-Rezessionen

Marktperformance vor und nach NBER-Rezessionen: durchschnittliche Erfahrung



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

entsprechend zu handeln, häufig für eine Verstärkung des Zyklus, anstatt in auszugleichen. Bis der Wirtschaft beispielsweise auf die Sprünge geholfen wurde, hatte diese sich bereits wieder von selbst belebt. Damals hatten wir es mit der Ära der „Stop-and-go-Politik“ zu tun.

Die rasche Verfügbarkeit von Daten und der Erfolg der kontrazyklischen Massnahmen, die 2008/2009 ergriffen wurden, bestärkten Wirtschaftsexperten und Zentralbanken in ihrer Überzeugung, dass sich derartige Feinadjustierungen wieder lohnen könnten. Wir sind da skeptisch. Denn Probleme in puncto „Kontrolle“ bleiben bestehen. Ferner ist eine durchwegs stabile Welt eventuell gar nicht so vorteilhaft, wie sich das einige Wirtschaftsexperten gerne ausmalen.

Auch heutzutage kann es noch einige Zeit dauern, bis prognostiziert werden kann, dass eine Wirtschaft eventuell vor einer Wende steht: Die Daten eines einzigen Monats reichen hierfür selten aus. Im Jahr 2008 folgte auf die Pleite von Lehman Brothers ein längerer Zeitraum der Marktvolatilität, indem ein Bankrott durchaus vermeidbar schien (ganz im Gegensatz zu der perfekten Einschätzung, die *The Big Short* im Nachhinein zugestanden wurde).

Unterdessen hoffen die Zentralbanken, dass neue Techniken des maschinellen Lernens und grosse Querschnittsdatensätze dabei helfen werden, wesentliche Konjunkturschwächen schneller zu identifizieren. Wir bezweifeln, dass dabei identifizierte Muster grossen Aussagewert haben werden. Ausserdem gibt es zu wenige Ereignisse, als dass wir von einer „typischen“ Krise sprechen könnten.

Der Kontrollaspekt bleibt ebenfalls ein schwieriges Unterfangen, denn Zinsen und Wirtschaft sind beispielsweise weniger stark miteinander verknüpft, als sich das die Wirtschaftsexperten vorstellen. So ist das Gerede von „Übertragungsmechanismen“ irreführend. Es gibt einfach zu viele Variablen, die sich nicht kontrollieren lassen.

Eine Wirtschaft im Stil der Truman Show

Eine perfekte Kontrolle mag sich mitunter auch als kontraproduktiv erweisen. Eine Welt ohne Wirtschaftskrisen wäre ein wenig wie *Die Truman Show*. Truman „im Fernsehen, ohne einen Schimmer“, wird als Hauptfigur einer Reality-Show vor allen möglichen Missgeschicken – und seinem eigenen freien Willen – in Schutz genommen.

Das mag wie ein Luxusproblem erscheinen. Als solches mutet die Welt von Truman geordnet und nach aussen hin fröhlich an. Allerdings geht in einer derartigen Welt etwas Wichtiges verloren,

da wir wie Truman, der vor Unglück geschützt ist, das wahre Leben verpassen würden.

Eine Welt scheinbar ohne zyklische Risiken könnte auf längere Sicht ärmer dran sein. Ihr würde es an Dringlichkeit und Spontaneität fehlen. Risikoanlagen könnten neu bewertet werden – eventuell fälschlicherweise. Eliminiert man die Gefahren eines sich ändernden Geschäftsklimas, etwa die enthusiastische Ausgabenfreude nach (zum Beispiel) technologischen Durchbrüchen oder der Entdeckung neuer Ressourcen oder bei hohen freien Cashflows, entgehen uns unter Umständen auch viele Gelegenheiten.

Wir brauchen indes eine ausreichende Absicherung für diejenigen, die vom Zyklus nicht profitieren. Und natürlich bestehen Grenzen in Bezug auf die Risiken, die wir eventuell im Sinne einer kreativen Zerstörung einzugehen gewillt sind. Die politischen Entscheidungsträger sollten bestrebt sein, wesentliche Krisen und systemische Zusammenbrüche zu meiden. Aber während die reale Welt von unweigerlicher und tiefster Unsicherheit geprägt ist, könnten sorgfältig konzipierte künstliche Welten trotz alledem weniger attraktiv sein. Wir teilen nicht die zunehmende Überzeugung, wonach Zentralbanken versuchen sollten, den Zyklus vollständig abzuschaffen, nachdem sie die Welt 2008 vor dem Abgrund gerettet haben. Dieser Wunsch hat etwas von Anmassung.

Allerdings heisst das noch lange nicht, dass wir uns auf die nächste Rezession freuen. Doch über kurz oder lang ist ein Abschwung naturgemäss wahrscheinlich (siehe Kontrollprobleme) und kann als integraler Bestandteil der Funktionsweise der Marktwirtschaft – das am wenigsten schlechte Wirtschaftssystem, das wir bisher kennen – erachtet werden.

Theorie und vergangene Praxis

Rezessionen wirken sich auf Aktien hauptsächlich aufgrund ihrer Konsequenzen für die Unternehmen aus, zu denen fallende Umsätze, niedrigere Margen, erhöhte Kreditausfallrisiken, Abschreibungen und Wertminderungen zählen. Wir würden davon ausgehen, dass ihre Auswirkungen auf Portfolios jeweils unterschiedlich ausfallen. Sind Unternehmen und/oder Bankensysteme etwa besonders anfällig und besonders stark den um sich greifenden systemischen Risiken ausgesetzt? Handelt es sich um eine komplette Überraschung oder ist das Ereignis bereits teilweise eingepreist?

Noch wichtiger: Wie werden die Entscheidungsträger reagieren? Aktienkurse können von den Zinsen beeinflusst werden.

Fallen Letztere stark genug, unabhängig von unseren Bedenken darüber, ob eine perfekte Kontrolle überhaupt möglich oder wünschenswert ist, dann könnten Aktien im Zuge einer Konjunkturabkühlung sogar positiv reagieren.

Die Vergangenheit lehrt, dass es keine typische Rezession und auch keine typische Marktreaktion gibt. Abbildung 1 zeigt NBER-Flauten und die damit verbundene Entwicklung des BIP, der Unternehmensgewinne und des Aktienmarktes. Die BIP-Rückgänge erscheinen gering. Allerdings ist das BIP ein Mass für das gesamtwirtschaftliche wertschöpfende Wachstum, das wesentlich weniger volatil ist als die Unternehmensgewinne. Ein Rückgang des BIP um „lediglich“ 3 Prozent ist in Wirklichkeit eine bedeutende zyklische Angelegenheit.

Natürlich wäre es günstiger gewesen, die meisten Wirtschaftsflauten zu vermeiden. Aber in einigen Fällen ist die Lage bis zum Eintreten des Ereignisses und dem Fällen und der Umsetzung der Portfolioentscheidungen weniger eindeutig.

Im „Durchschnitt“ erreichen die Aktienmärkte ihren Höchststand acht Monate vor Beginn einer NBER-Rezession, und zeigen sich acht Monate danach im Grossen und Ganzen unverändert. Obschon der genaue Zeitpunkt für die Wirtschaftsexperten nach wie vor überraschend ist, ist zu beobachten, dass bei dem tatsächlichen Beginn einer Abkühlung diese faktisch bereits teilweise eingepreist war (siehe Abbildung 2).

Die Rezession von 1990 folgte auf einen längeren Zeitraum wirtschaftlicher Exzesse, aber der Markt erreichte vor der Abkühlung seinen Höchststand und erholte sich noch vor Rezessionsende. Damit hätte man Gefahr laufen können, nach dem Einbruch zu verkaufen und somit die Erholung zu verpassen. Es gab auch

andere Phasen, in denen die Gesamtverluste von kurzer Dauer waren oder einfach weniger alarmierend ausfielen.

Einer der grössten Markteinbrüche ging mit einer nur moderaten Konjunkturdelle im Jahr 2000 einher. Nach aktueller Datenlage wird diese Flaute mittlerweile nicht mehr als konventionelle BIP-Rezession angesehen. Vielmehr platzte die Dotcom-Blase rund um die „New Economy“ – eine Mahnung an alle, dass die Aktienmärkte durchaus dazu in der Lage sind, ohne handfesten Grund eine Krise anzuzetteln. Die jüngste Verlustphase an den Märkten, die globale Finanzkrise in den Jahren 2008/2009, ging zweifelsohne mit einer grossen Wirtschaftskrise einher. Aber auch hier hatte das Trauma ihren Ursprung an den Märkten und nicht in der Wirtschaft.

Sollten wir doch von einer drohenden Rezession Wind bekommen und ihr Abwenden für erstrebenswert halten, weil sie entweder bedrohlich genug oder nicht ausreichend eingepreist scheint – wozu würden wir raten?

Ein sorgsam konzipiertes Portfolio hält einige diversifizierende Vermögenswerte neben prozyklischen Anlagen. Abbildung 3 konzentriert sich auf Zeiträume, in denen das BIP rückläufig war, und zeigt, dass Anleihen und defensive Sektoren, wie von uns erwartet, dann gewöhnlich am besten abschneiden. Allerdings ist es nicht ganz so einfach: Während Anleihen in der inflationären Rezession der 1970er-Jahre besser abschnitten als Aktien, erzielten sie (inflationsbereinigt) immer noch negative Renditen. Als das BIP 1980 fiel, konnten Aktien Anleihen sogar übertreffen und positive Realrenditen erzielen. Und die Konjunkturabhängigkeit eines Sektors kann je nach Bewertung, Verschuldungsgrad in den Unternehmensbilanzen, Zinsen und seines Wandels variieren.

Abbildung 3: Gewinner und Verlierer in Zeiten eines rückläufigen BIP

Aktien gegenüber Anleihen und zyklische gegenüber defensiven Sektoren, rückläufiges BIP (inflationsbereinigte Zahlen)

Rezession	1953	1958	1960	1969-70	1973-75	1980	1981-82	1990	2001	2007-09	Durchschnitt*
US-BIP	-2.5%	-3.6%	-1.3%	-0.7%	-3.1%	-1.9%	-2.2%	-1.3%	-0.3%	-4.0%	-2.1%
US-Staatsanleihen	9.6%	10.0%	5.8%	11.5%	-7.4%	-8.5%	4.2%	6.5%	3.6%	11.2%	4.6%
US-Aktien	16.7%	-2.2%	5.3%	-5.1%	-14.9%	13.1%	-15.5%	3.9%	-9.8%	-34.5%	-4.3%
Zyklische Aktien*	-	-	-	-	-25.6%	6.7%	-22.8%	1.3%	-12.3%	-41.0%	-15.6%
Defensive Aktien*	-	-	-	-	-19.7%	-1.3%	-7.1%	1.2%	-3.6%	-30.1%	-10.1%

Quelle: Datastream, NBER, Rothschild & Co

* Die Renditen zyklischer und defensiver Aktien stehen erst ab 1973 zur Verfügung. Durchschnitt basierend auf den Jahren 1973 bis 2009. Die in der Vergangenheit erzielte Entwicklung ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

Sind „defensive“ Basiskonsumgüterwerte beispielsweise wirklich sicherer, wenn der Wert ihrer Marken (und Vertriebsnetzwerke) in Frage gestellt wird?

Fazit: Bleiben Sie unvoreingenommen

Wir sind noch nicht der Meinung, dass die nächste US-Rezession unmittelbar bevorsteht. Die „üblichen Verdächtigen“, also Inflation, eine überbordende Verschuldung/Kreditvergabe und Investitionsblasen am Markt, die in der Vergangenheit zu Flauten führten, sind momentan abwesend. Natürlich ist das keine Garantie. Vorerst geben wir der US-Wirtschaft aber weiterhin einen Vertrauensvorschuss.

Letztlich wird es eine Rezession geben, ganz einfach weil Rezessionen nicht zu vermeiden sind. Aber sie unterscheiden sich immens in ihren Auswirkungen, und eine Welt ohne sie könnte ärmer dran sein.

Nach der globalen Finanzkrise sind viele Marktbeobachter der Überzeugung, dass die nächste Wirtschafts-/Marktkrise ebenso verheerend ausfallen wird. Das kann schon sein, muss es aber – mangels guter Gründe – nicht. Letztlich könnte die nächste Krise mehr mit 1990 als mit 2008 gemeinsam haben.

Unterdessen sollte man nicht aus den Augen verlieren, dass die US-Wirtschaft nach Rezessionen und Kursverlusten inflationsbereinigt heutzutage neun Mal grösser ist als im Jahre 1950, während der Aktienmarkt gemessen an den Gesamtrenditen um ein 146-Faches über dem damaligen Stand liegt. Als langfristige Anleger sollten wir nicht zulassen, dass diese Signale vom zyklischen Lärm überdeckt werden, so störend dieser auch sein mag.

Nun aber wieder zurück zu den Zahlen ...

Gegenwärtige anlagerelevante Schlussfolgerungen

Der Abverkauf an den Aktienmärkten Ende 2018 erschien übertrieben. Dagegen liess die jüngste Erholung den US-Index auf neue Hochs klettern, und wir fragen uns, wie viel Aufwärtspotenzial kurzfristig noch existiert. Vorerst scheint keine unmittelbare Rezession zu drohen, und die Bewertungen sind nicht überzogen: Wir sind weiter der Ansicht, dass Aktien, im Gegensatz zu Anleihen, langfristig über der Inflation liegende Renditen erzielen können. Unsere Überzeugung ist nun aber niedriger als zu Beginn der Marktrally vor mehr als zehn Jahren.

- 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 bleiben teuer bewertet und entschädigen kaum für Inflations- und Durationsrisiken. Nur wenige erstklassige Renditen liegen über den derzeitigen Inflationsraten.
- Nach ihrer Rally bevorzugen wir erstklassige Unternehmensanleihen nicht mehr gegenüber Staatsanleihen in den USA. In Europa sind die Spreads weniger eng (bei wesentlich niedrigeren Renditen auf Staatsanleihen).
- Wir bevorzugen Anleihen mit relativ kurzer Duration. Inflationsindexierten US-Anleihen bescheinigen wir nach wie vor eine gewisse Attraktivität. Die Niveaus spekulativer Anleihen waren nach dem Abverkauf nicht attraktiv genug. Inzwischen haben sie 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 eigentlich global sind – Aktien gegenüber Anleihen. Doch nach ihrer Erholung machen wir aufgrund stagnierender Gewinne und/oder des Mentalitätswandels bei der Fed ein taktisches Risiko aus. Wir hegen kaum regionale Überzeugungen. Allerdings erscheinen asiatische Schwellenländer ungeachtet des nervenaufreibenden Handelskriegs zyklisch attraktiver und bleiben strukturell überzeugender. Unterdessen scheint die Rentabilität in den USA hoch zu bleiben. Wie bisher favorisieren wir überwiegend eine Mischung aus zyklischem und langfristigem Wachstum, wenn auch das Pendel unlängst mehr zu Letzterem ausgeschlagen hat.
- Devisengeschäfte bieten Anlegern keinen systematischen Mehrwert, und derzeit bestehen kaum wesentliche Fehlbewertungen. Das Wachstum und der Zins-Carry in den USA konnten die expansivere Haltung der Fed mehr als wettmachen. Allerdings besteht beim US-Dollar unter Umständen kein weiterer Aufwertungsspielraum. Der Euro sieht sich einer noch expansiveren Zentralbank ausgesetzt, allerdings lassen die dortigen Wachstumsenttäuschungen nach. Das britische Pfund bleibt eine Geisel des Brexit und der Politik vor Ort. Aber es ist wettbewerbsfähig und (letztlich) zu einer Erholung fähig, selbst wenn es zu einem unregelmässigen EU-Austritt kommen sollte (der mittlerweile wiederum weniger wahrscheinlich ist).

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

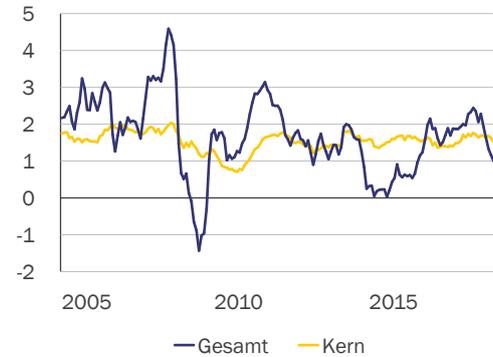
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



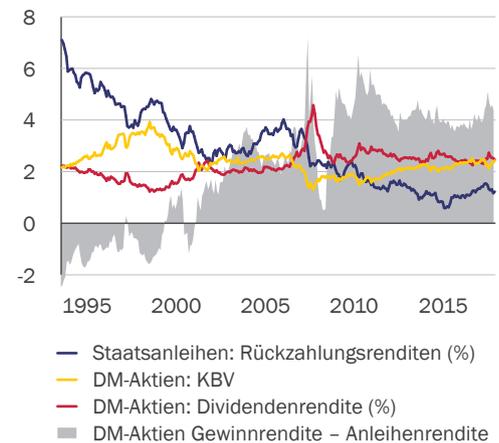
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	2.5	6.6	2.5
10-J.-US-Gilt	1.2	4.1	8.8
10-J.-Bundesanleihen	0.0	5.3	5.1
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.3	3.2	1.5
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	-0.0	1.3	0.6
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.8	5.4	8.6
Globale Anl.: Hochzins (USD)	6.2	5.4	22.8
EM (USD)	5.3	5.9	15.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.5	7.5	41.3
DM	2.5	8.6	41.4
EM	2.7	-0.6	41.3
US	1.9	12.7	49.1
Eurozone	3.3	0.7	27.7
GB	4.6	3.0	33.4
Schweiz	3.0	12.7	33.2
Japan	2.4	-5.5	27.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	109	5.6	5.5
Euro (EUR)	124	-1.3	4.7
Yen (JPY)	91	3.4	-1.0
Pfund (GBP)	79	1.0	-7.2
Schweizer Franken (CHF)	154	3.5	-2.1
Chin. Yuan (CNY)	134	-1.3	-0.6

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	184	-8.8	-0.2
Brent Rohöl (\$/b)	72.8	-3.2	51.3
Gold (\$/oz.)	1,284	-2.4	-0.7
Industriemetalle (1991 = 100)	248	-9.6	24.2
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	13.1	-17.6	-16.4
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	49.5	-1.8	-23.8

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per 30. April 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 Daten 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. Lizenziert 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