

Marktausblick



Eine Weihnachtsgeschichte 2020

Marktausblick 110 | Dezember 2020

03 Wie entwickeln sich die

Aktienmärkte? Plausible Renditen

Sie sind zwar nicht günstig, besitzen jedoch Aufwärtspotenzial

04 Zinsen oder Erholung?

Das Vertrauen wächst, aber der zyklischen Rotation entgeht etwas

05 Wird das Lächeln des Dollar immer fadenscheiniger?

Die wichtigen Währungen bleiben – noch – relativ stabil und in ihrer Spanne

06 Wieder Bullenmarkt für Bitcoin

Weitere Fragen zu den Kryptowährungen

07 Inflation: eine Revision

Was sie ist, warum sie uns beunruhigt und wie sie sich auf unsere Portfolios auswirkt



Vorwort: eine Weihnachtsgeschichte Version 2020

Der Geist früherer Weihnachten bringt uns das Geschenk der Distanz. Mit seinem schlechten Haarschnitt und der ungewöhnlichen Hose erinnert er uns an eine chronisch schlecht gelaunte Zeit, als die westliche Welt Waffen und Butter kaufte, die Geldmenge sich übermässig ausweitete und die Arbeitsbeziehungen gestört waren. Währungen mit flexiblen Wechselkursen (und Fiatgeld) erregten Besorgnis, Öl war knapp und die Inflation sowie die negativen Realzinsen belasteten die Ersparnisse. Die Konjunkturdaten sahen noch hässlicher aus als die Mode. Bislang bleiben die Siebzigerjahre in ihrer anhaltenden Trostlosigkeit unübertroffen.

Der Geist der aktuellen Weihnachten erinnert uns daran, dass die heutige Krise vor allem eine Gesundheitskrise ist: Ihre wirtschaftlichen Folgen sind ernst, könnten jedoch weniger lang anhalten, als ursprünglich befürchtet wurde. Anpassung und (mit ein bisschen Glück) verteilungsfähige Impfstoffe deuten darauf hin, dass die Erholung sich wahrscheinlich fortsetzt (und eventuell sogar die Verluste aufholt und das vorherige Niveau übertrifft). Die Politik hat einen bedeutenden Beitrag geleistet: Sogar Scrooge ist aufgewacht. Sie kann kaum mehr tun, bis wir wieder bereit sind, gesellschaftlich miteinander zu verkehren. Wenn wir dann endlich so weit sind, ist das Problem vielleicht nicht eine zu geringe, sondern eher eine zu hohe Nachfrage.

Deshalb sieht der Geist der künftigen Weihnachten vertraut aus. 2 m gross mit Brille, Zigarre und dem Anzug eines Zentralbankers. Er scheint uns nicht so sehr vor einer von Grund auf geänderten Welt zu warnen, in der die Wirtschaftstätigkeit zum Erliegen kommt, sondern vor der Gefahr, frühere Fehler zu wiederholen. Kredite aufzunehmen ist vertretbar, Geld zu drucken jedoch nicht.

Wir wünschen unseren Lesern und Leserinnen ein gesundes Weihnachtsfest sowie ein friedvolles und erfolgreiches neues Jahr.

Kevin Gardiner und Victor Balfour

Global Investment Strategists



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.

© 2020 Rothschild & Co Wealth Management
Erscheinungsdatum: Dezember 2020.
Stand der Daten. 30. November 2020.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

Wie entwickeln sich die Aktienmärkte? Plausible Renditen

Ein Jahr, das wir eigentlich lieber vergessen würden, neigt sich dem Ende zu. Die internationalen Aktienmärkte haben in jüngster Zeit ein Allzeithoch erreicht und verzeichnen ein zweistelliges Plus in US-Dollar und in Lokalwährungen. Es wäre verfrüht, von einem Wirtschaftsabschwung infolge der zweiten Welle zu sprechen, mehrere überzeugende Impfstoffe wurden vorgestellt, der Ausgang der US-Wahlen haben die Welt etwas weniger unvorhersehbar gemacht und die Zinssätze können sicher nicht mehr (sehr viel) tiefer sinken. Es ist schwierig, sich eine grössere Anzahl erfreulicher Neuigkeiten auszumalen. Gleichzeitig steigen die Bewertungen. Wie viel Aufwärtspotenzial bleibt den Aktienkursen?

Was auch immer auf kurze Sicht passiert, – und wen würde ein Rückschlag überraschen? – unseres Erachtens bleibt das Potenzial gross genug, um die Inflation zu übertreffen, auch wenn die Teuerung höher ausfallen sollte als heute (siehe unten).

Wir haben unsere Methode aktualisiert, mit der wir plausible Renditen für Liquidität, Anleihen und Aktien zehn Jahre im Voraus ermitteln. Das vorherige Modell blieb fünf Jahre lang unverändert.

Unser überarbeiteter Ansatz, an dem wir noch feilen, ist hoffentlich einfacher, transparenter und objektiver. Wo auch immer es möglich ist, minimieren wir unser Ermessen, obwohl selbstverständlich keine Methode zur Bewertung von Wertpapieren (oder sonst etwas) jemals völlig objektiv sein kann.

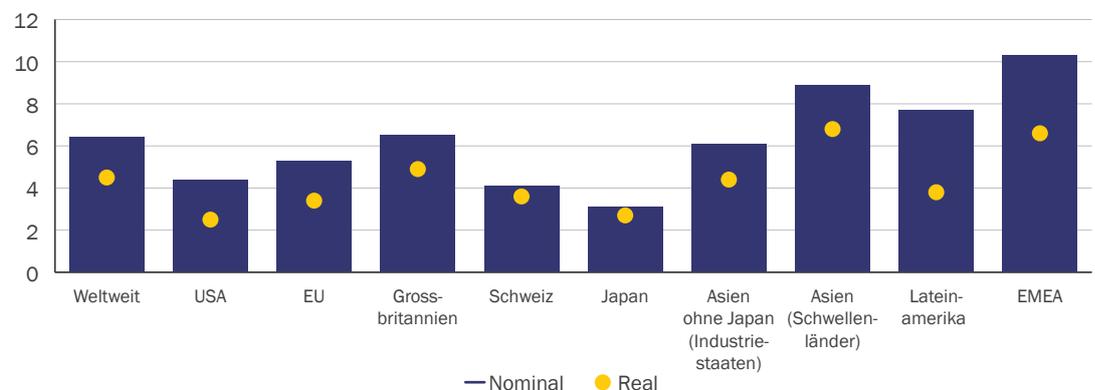
Wenn wir plausible Renditen für Liquidität und Anleihen schätzen, konzentrieren wir uns stärker auf die derzeit vom Markt eingepreisten Erwartungen – die Zinskurve und die impliziten zukünftigen Zinssätze, auf denen sie aufbaut – und weniger auf unsere Einschätzungen des langfristigen «Fair Value». In den letzten Jahren erwarteten die Marktteilnehmer auch eine zu starke Straffung der Zinsen, obwohl ihre Annahmen nicht so hoch waren wie unsere.

Daraus ergeben sich niedrigere Renditeprognosen und etwas höhere Anleiherenditen (da die Wahrscheinlichkeit eines grossen Ausverkaufs immer weiter in die Ferne rückt). Mit der Ausnahme spekulativer Unternehmensanleihen entspricht die Bewertung der meisten Anleihen nicht der vorgesehenen Inflation (für die wir weiterhin die IWF-Prognosen als unabhängigen und objektiven Input benutzen).

Wir sind nach wie vor der Ansicht, dass die Aktienbewertungen sich voraussichtlich normalisieren, wohl in Richtung eines gleitenden Durchschnitts, nicht als fixer Punkt zu Beginn des 10-Jahres-Zeitraums. Dies veranschaulicht wohl besser, wie die Erwartungen sich anpassen, denn je länger eine Bewertung anhält, desto schwieriger ist es, zu behaupten, sie sei nicht normal (Abb. 1).

Abbildung 1: Internationale Aktien können Inflation übertreffen

Plausible 10-jährige Aktienrenditen (% jährlich)



Quelle: Rothschild & Co.

Hinweis: Es handelt sich nicht um Prognosen. Unsere modellierten Renditen widerspiegeln Annahmen zu Dividenden, Wachstum und normalisierte Bewertungen.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Wenn wir uns weniger stark auf die (derzeit vorübergehend niedrigen) früheren Gewinne als Ausgangspunkt fokussieren, steigt die Kurve der Trendgewinne. Die Aktienbewertungen fallen schneller auf ein «normales» Niveau zurück, das etwas höher liegt als in der Vergangenheit. Daraus ergeben sich modellierte internationale Renditen, die 1 bis 2 Prozentpunkte pro Jahr angehoben.

Der vorherige Ansatz führte ebenfalls zu Aktienkursen, welche die wahrscheinliche Inflation übertreffen, aber der Unterschied fiel geringer aus.

Wir sind uns des Risikos bewusst, angesichts der aktuellen Marktstimmung zu optimistisch zu sein. In den letzten Jahrzehnten haben wir auch viele verfrüht pessimistische Experten gesehen, die sich nicht von zu starren und letztlich bedeutungslosen Bewertungskennzahlen befreien konnten. Sollten Aktien ein bisschen mehr absolutes Aufwärtspotenzial besitzen, als wir dachten, dann ist es wahrscheinlich immer noch kleiner, als es in den letzten Jahren jemals ausgesehen hätte, wäre der überarbeitete Ansatz immer angewandt worden.

8. Dezember – Kevin Gardiner, Victor Balfour



2 Minuten
Lesezeit

Zinsen oder Erholung?

Am internationalen Aktienmarkt haben einige Sektoren und Regionen mehr Aufwärtspotenzial als andere. Die Rotation hin zu diesen Segmenten und weg von den ehemaligen Siegern dürfte bereits begonnen haben. Da das Vertrauen in das anhaltende/erneute Wirtschaftswachstum steigt, scheinen die Anleger sich allmählich von niedrigen langfristigen Zinssätzen und langfristigem strukturellem Wachstum abzuwenden und zyklischere Sektoren und Regionen zu bevorzugen. In Reaktion darauf hat die US-Zinskurve sich infolge des Anstiegs der Anleiherenditen gegenüber den kurzfristigen Zinssätzen versteilert (Abb. 1).

Abbildung 1: US-Zinskurve

10-jährige Treasury-Renditen – Fed Funds Rate, %



Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

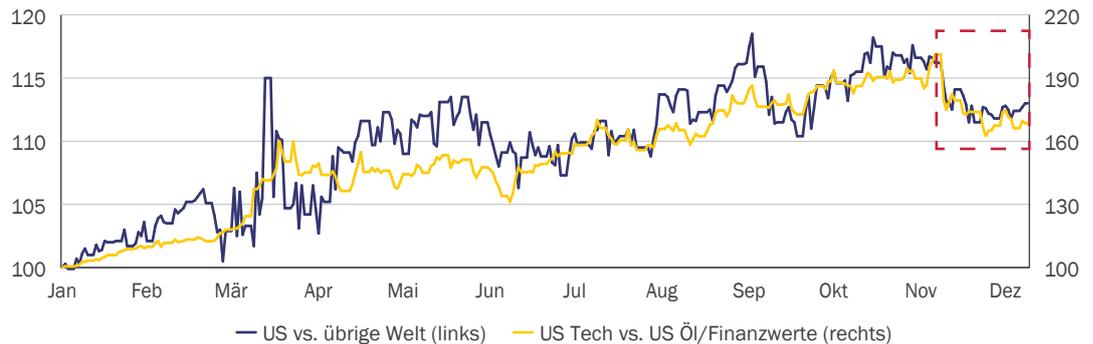
Wir haben diese Entwicklung bereits oft erwähnt und unsere Top-Down-Empfehlungen zum Teil darauf ausgerichtet. Trotzdem überzeugt die Rotation uns noch nicht so stark, dass wir alle zyklischen Gruppen unterstützen und hohe Wetten gegen die vorherigen Sieger eingehen. In Bezug auf die Anleihemärkte fragen wir uns, wie steil die US-Zinskurve noch werden kann, wenn die US-Notenbank ihre Wertpapierkäufe fortsetzt.

Sollten der US-Aktienmarkt und die Sektoren Technologie, Kommunikation und Nicht-Basiskonsumgüter (etwa grosse Online-Händler und Hersteller von Elektroautos) ihre Führungsposition langfristig aufgeben, muss das Vertrauen in die Erholung weiter wachsen (Abb. 2).

Dennoch überrascht es, dass *niemand* bereit zu sein scheint, die Möglichkeit eines steilen Aufholwachstums öffentlich zu unterstützen, d. h. einer Erholung, bei der das Bruttoinlandprodukt (BIP) nicht nur auf das vorherige Niveau und den vorherigen Pfad zurückkehrt, sondern die ehemaligen Kennzahlen einige Zeit lang deutlich übertrifft.

Abbildung 2: Wachablösung?

Die Sieger am Aktienmarkt verlieren allmählich an Fahrt



Quellen: Rothschild & Co.

Hinweis: Der Technologiesektor umfasst die Kommunikationsdienste. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Eine solche Entwicklung veranschaulicht möglicherweise die steigende Nachfrage der Haushalte (wenn die Lockdowns gelockert sind) und die anhaltenden konjunkturpolitischen Massnahmen – sollten beispielsweise die aufgeschobenen geplanten Ausgaben im Rahmen eines kollektiven Seufzers der Erleichterung endlich getätigt werden.

Stattdessen diskutieren diejenigen, die das Glas immer als halb leer wahrnehmen, darüber, ob das frühere BIP-Niveau mit ein bisschen Glück 2022 wieder erreicht werden kann. Aufwärts-Szenarien wie jenes des britischen Office for Budgetary Responsibility sind kaum weniger düster als die defätistischen Ansichten der Zentristen.

9. Dezember – Kevin Gardiner, Victor Balfour



3.5 Minuten
Lesezeit

Wird das Lächeln des Dollar immer fadenscheiniger?

Die Medien schenken den Währungsmärkten mehr Aufmerksamkeit, als sie verdienen. In der Regel bestimmen die Wechselkurse nicht die Wirtschaftstrends, sondern werden zum Grossteil von ihnen angetrieben. Ihre Auswirkung auf das Portfolio kann durch die Effekte des „Gesetzes von der Unterschiedslosigkeit der Preise« gedämpft werden. Sollte beispielsweise der Kurs des Franken sinken, steigt der lokale Wert des ausländischen Unternehmens, das im Swiss Market Index (SMI) kapitalisiert ist. Vor allem sind ihre kurzfristigen Bewegungen unvorhersehbar: Deshalb ist es sehr schwierig, durch Währungsgeschäfte systematisch den Wert zu steigern.

In den letzten Jahren waren die Wechselkurse relativ stabil. Wenige Cross Rates sind aus ihren seit Langem etablierten Handelsspannen ausgebrochen, vielleicht weil die Inflationsraten und Zinssätze niedrig blieben und die meisten Bewertungen unauffällig waren (Abb. 1). Unsere Währungserwartungen sind niedriger als sonst. Derzeit haben wir keine aktiven taktischen Kaufoptionen.

Ist dies dabei, sich zu ändern – brauchen wir eine Einschätzung oder zwei?

Der Dollar schneidet seit einem Jahrzehnt besser als die übrigen wichtigen Währungen ab und ist zwar relativ, aber nicht ungeheuer teuer (siehe Abb. 1). Er ist ein sicherer Hafen, kann jedoch auch vom zyklischen Wachstum profitieren, sofern die USA an der Spitze stehen.

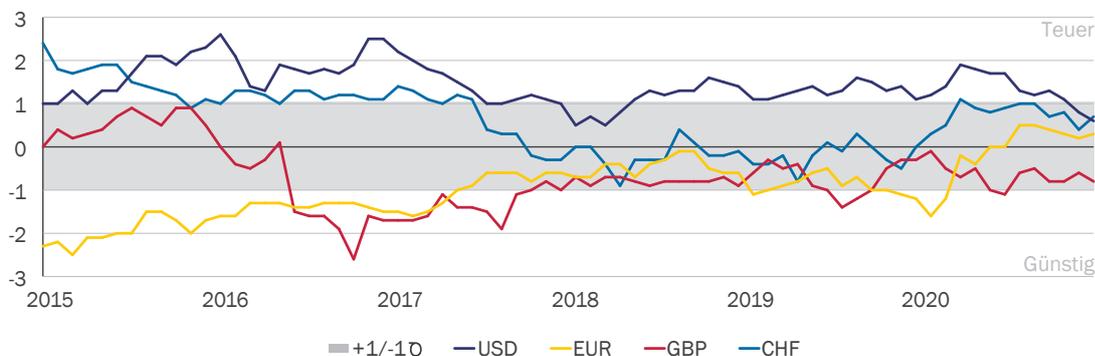
Daraus ergibt sich das sogenannte Dollar-Lächeln. Die Anziehungskraft des Dollar ist hoch, wenn die US-Wirtschaft offensichtlich schwächelt, weil diese Schwäche ein globales Risiko ist, vor dem man sich schützen muss, aber auch, wenn die US-Wirtschaft besonders gut aufgestellt ist, weil die US-Notenbank in diesem Fall die Zinssätze wahrscheinlich anhebt. Am niedrigsten ist sie irgendwo dazwischen, wenn die weltweite Risikobereitschaft stabil bleibt und das US-Wachstum mittelmässig ausfällt.

Der Status des Dollar als De-facto-Reservewährung der Welt steht nicht in Frage. Er kann nicht durch den Renminbi ersetzt werden, sofern die Kapitalbilanzkontrolle und der strukturelle Leistungsbilanzüberschuss nicht abgebaut werden. Aber dieser Status verhilft dem Dollar nicht zu einer immer gleichen Attraktivität. Die vorhin und in früheren Berichten erwähnte allmähliche Rotation des Anlegerfokus betrifft erwartungsgemäss nun auch die Devisenmärkte.

Der Dollar als sicherer Hafen zieht weniger Investoren an, weil die globale Risikobereitschaft gestiegen ist, der Euro infolge der «föderalistischen» Dynamik der EU an Glaubwürdigkeit gewonnen hat und die Erholung in Europa nach oben überraschen dürfte. Er hat allerdings noch nicht endgültig mit den jüngsten Trends gebrochen (Abb. 1) und wir sind noch nicht an dem Punkt, an dem wir es für nötig erachten.

Abbildung 1: Die Währungsbewertungen sind nicht haarstäubend

Standardisierte reale handelsgewichtete Wechselkurse (Z-Score)



Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Als wir diese Zeilen verfassten, suchten Grossbritannien und seine EU-Partner immer noch einen Last-Minute-Deal für den Brexit. Wie auch immer die Verhandlungen ausgehen, das Pfund wirkt günstig und der langfristige britische Wirtschaftsausblick dürfte heller sein, als viele befürchten (sogar bei einem No-Deal-Brexit, obwohl wir das lieber nicht herausfinden würden). Diese Voraussetzungen sprechen für eine allgemeine Aufwertung des Pfunds eines Tages. Die kurzfristigen Erwartungen müssen niedrig bleiben, denn unter den aktuellen Umständen konnte es zuerst abrutschen und dann einen Aufschwung verzeichnen.

9. Dezember – Kevin Gardiner, Victor Balfour



4 Minuten
Lesezeit

Wieder Bullenmarkt für Bitcoin

Bitcoin befindet wieder auf Höhenflug und handelt knapp unter seinem (Intraday-)Allzeithoch von etwas mehr als USD 19'500 im Dezember 2017 (Abb. 1). Seit dem Tief im März hat der Kurs der Kryptowährung sich fast verdreifacht. Die übrigen Kryptowährungen erlebten ebenfalls einen Aufschwung. Ethereum, die zweitbeliebteste Kryptowährung, stieg sogar noch schneller. Ripple oder «XRP» basiert auf einer etwas anderen Technologie als der Blockchain und legte ebenfalls deutlich zu.

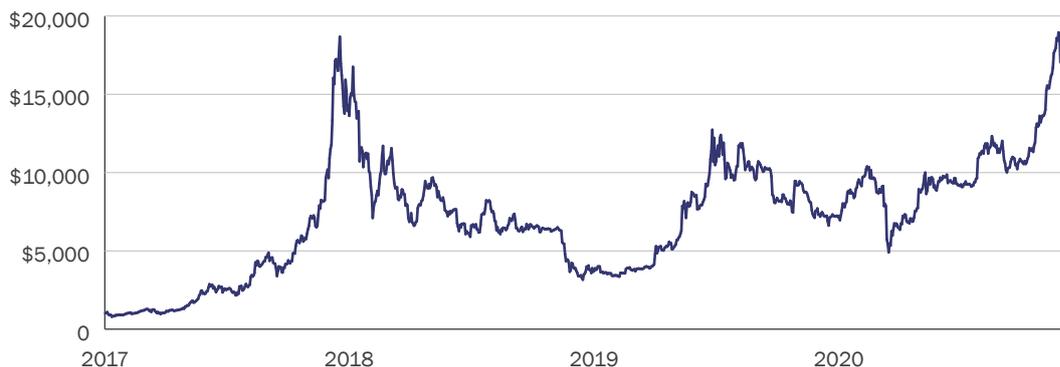
Trotz der hohen Volatilität gewinnen Kryptowährungen an Fahrt, insbesondere bei privaten Anlegern. Für erfahrenere Investoren gibt es sogar einen Derivatemarkt in Bitcoin. Derzeit beträgt die Gesamtmarktkapitalisierung rund USD 600 Milliarden, wovon drei Fünftel auf Bitcoin entfallen.

Im Vergleich zu traditionellen Anlagemärkten bleibt der Kryptowährungsmarkt winzig. Per August 2020 belief sich der Nominalbetrag des weltweiten Anleihenmarkts (in US-Dollar gemessen) auf ca. USD 128 Billionen. Die Marktkapitalisierung von Apple allein beträgt etwa USD 2 Billionen. Kryptowährungen bleiben eine ziemlich illiquide Anlage.

Obwohl es eine endliche Anzahl von Tokens gibt, kann jederzeit eine unbegrenzte Anzahl neuer Währungen emittiert werden. In vielen Ländern, so etwa auch in den USA und in Grossbritannien, wurden die Initial Coin Offerings (ICO) begrenzt, aber im Ausland floriert das Geschäft. Aufgrund dieser Tatsache und der neuen Markteinführungsmethoden, etwa Initial Exchange Offerings (IEO) und Token Offerings (INX), ist es schwierig, die Anzahl der neuen Währungen zu verfolgen. Gleichzeitig unterstreicht die Lage den Mangel an Transparenz und Regulierung am Markt. Gerade die Anonymität verleiht Bitcoin einen fragwürdigen Anstrich, vor allem auch, weil einige dubiose Personen am Rand agieren.

Abbildung 1: Bitcoin handelt knapp unter dem Allzeithoch

US-Dollars pro Token



Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Einige betrachten Bitcoin als Alternativwährung, als Absicherung vor aufgeblasenen Staatsbilanzen und Geldentwertung, so ähnlich wie Gold. Im August schnellten Gold und Bitcoin in die Höhe. Die Korrelation zwischen den beiden Kursen erreichte ein Allzeithoch von 70%. Der jüngste Aufschwung von Bitcoin (der die Volatilität der Währung veranschaulicht) deutet jedoch darauf, dass der Token sich eher wie eine riskante Anlage als eine Absicherung verhält.

Das überzeugendste Argument für den Höhenflug von Bitcoin ist vielleicht der jüngste Vorstoss von PayPal in die Kryptowelt. Im Oktober gab das Unternehmen bekannt, dass die amerikanischen Kunden ab nächstem Jahr in der PayPal-App Bitcoins kaufen, halten und verkaufen können. Das gilt als einer der wesentlichen Vorteile von Blockchain, d.h. die Fähigkeit, in normalen Zahlungssystemen verwendet zu werden. Dennoch erhält die Technologie nicht mehr so viel Lob wie einst. Sie gilt als schwerfällig – eine komplizierte Antwort auf eine noch nicht gestellte Frage. Ihr Potenzial muss sie erst in allgemeinen Mainstream-Zahlungen beweisen.

Die Welt der Kryptowährungen steht noch vor Existenzfragen. Wozu dienen sie eigentlich? Wie können alternative Wertspeicher potenziell unbegrenzt angeboten werden? Im Hinblick auf die Volatilität von Bitcoin – er verhält sich eher wie eine riskante Anlage als eine Absicherung – und dessen gewollte Undurchschaubarkeit im Vergleich zu (sagen wir mal) Gold oder konventionellem Geld, sind wir der Ansicht, dass er immer noch nicht für verwaltete Portfolios von privaten Kunden geeignet ist. Wir sind gewiss keine Goldkäufer, aber wenn wir nach einer Alternative zu konventionellem Bargeld Ausschau halten, ziehen wir das glänzende Metall Bitcoin vor.

24. November – Charlie Hines



14 Minuten
Lesezeit

Inflation: eine Revision

Obwohl die Inflation sich seit einem Vierteljahrhundert mässig entwickelt, machen wir uns auf makroökonomischer Ebene um ein Wiederaufflammen der Teuerung Sorgen. Sollten wir unsere Weltanschauung revidieren?

In den letzten Jahren sind unsere Erwartungen gesunken. Trotz der rückläufigen Entwicklung der Inflation denken wir, dass sie vom heutigen Stand steigen wird. Die Spanne, in der sie sich bewegen kann, scheint breiter geworden zu sein und die mit dieser Spanne verbundenen Risiken wirken eher einseitig. Wir glauben nicht, dass die Inflation wieder auf ihr Ziel angehoben werden kann. Unseres Erachtens irren sich die Zentralbanken, wenn sie meinen, das versuchen zu müssen.

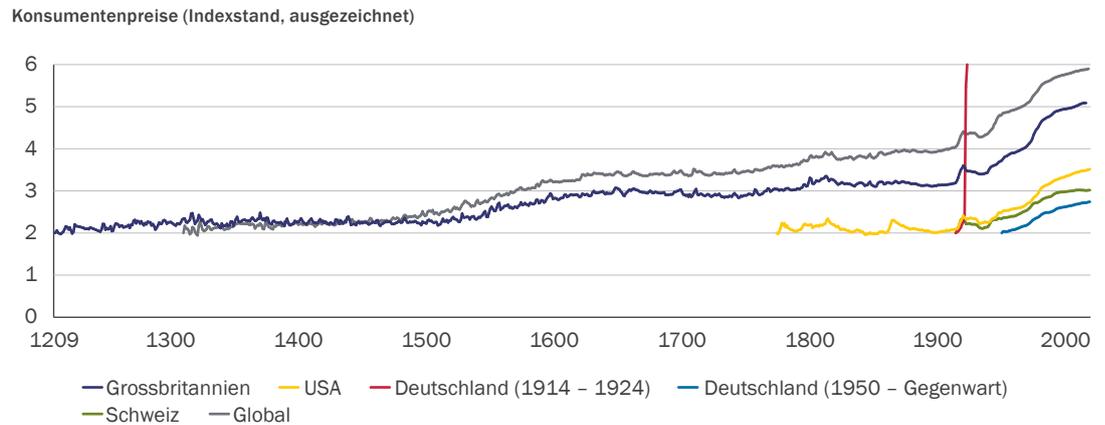
In dieser Revision fragen wir, welche Inflation in den kommenden Jahren realistisch vor uns liegen kann, was sie den Portfolios antun könnte und wie Anleger sie am besten vermeiden oder sich anpassen.

Was ist eigentlich Inflation?

Manche meinen, die Kurse der Finanzanlagen würden zur Inflation beitragen. Wir sind jedoch nicht dieser Ansicht. Inflation ist der **anhaltende Anstieg der Preise von Waren und Dienstleistungen, die von repräsentativen Haushalten verbraucht werden**. In der Praxis können die Preise über die Ausgaben der Konsumenten hinaus durchsickern, aber die Lebenshaltungskosten sind die Grundlage.

Abbildung 1 deutet darauf, dass hohe Inflation ein relativ neues (20. Jahrhundert) Phänomen ist. In dem turbulenten, aber letztlich florierenden Jahrhundert, verzeichneten einige Länder einen deutlicheren Preisanstieg als andere. Trotzdem können wir nicht genau belegen, wie schlimm die Lage wurde, weil der Schaden infolge der Hyperinflation der Weimarer Republik in den Jahren 1921 bis 1923 zum Verlust aller Daten führte, die vielleicht zur Aufzeichnung gesammelt wurden.

Abbildung 1: Hohe Inflation betrifft hauptsächlich das 20. Jahrhundert



Quellen: Bank of England, *Measuring Worth*, schweizerisches Bundesamt für Statistik, Federal Reserve Bank of St Louis, Rothschild & Co. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Was führt zur Inflation?

In einer Marktwirtschaft steigen Preise meistens, wenn die Nachfrage das Angebot übertrifft. Sie können auch eine Eigendynamik entwickeln, die von sich selbst erfüllenden Erwartungen getragen wird.

Das Ungleichgewicht kann eine steigende Nachfrage, ein nachgebendes Angebot oder eine Kombination der beiden Faktoren widerspiegeln. In der Praxis ist es nicht einfach, die beiden zu unterscheiden.

Milton Friedman gab vielleicht die berühmteste Erklärung zur Inflation ab: «Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen» («Die Gegenrevolution in der Geldtheorie», 1970). Laut Definition beeinflusst eine Preisänderung den Wert des Geldes, aber er dachte, dass Inflation letztlich die Folge einer übermässigen Ausweitung der Geldmenge wäre.

Diese Erklärung scheint einleuchtend. Wenn mehr Geld im Umlauf ist und sich sonst nichts ändert, dann ist es wohl weniger wert, oder?

Aber eine strenge monetaristische Analyse läuft nicht so glatt, wie es ihre Verfechter gerne hätten. Heute denken wir jedoch in erster Linie an die Möglichkeit, dass die Nachfrage das Angebot übertrifft, wenn die Geldpolitik lange Zeit zu locker ist. Die Volkswirtschaften sind nicht ausgelastet, aber die potenzielle Kaufkraft ist riesig. Der kollektive Seufzer der Erleichterung, den wir vielleicht ausstossen, wenn wir wieder alle ins Büro zurückkehren, könnte beeindruckende Folgen haben.

Andere rechnen mit Inflationsrisiken infolge populistischer politischer Massnahmen und einer gewissen Erstarkung der Verhandlungsmacht der Arbeitnehmenden. Ressourcenknappheit und höhere Kohlendioxidpreise können die Preise ebenfalls nach oben drücken.

Unseres Erachtens ist das wahrscheinlichste Problem jedoch eine zu grosszügige Politik, insbesondere im Bereich der Geldpolitik. Auch die Haushaltspolitik kann die Inflation ankurbeln, aber die Auswirkungen wirken potenziell weniger bedrohlich.

Warum wir uns Sorgen machen

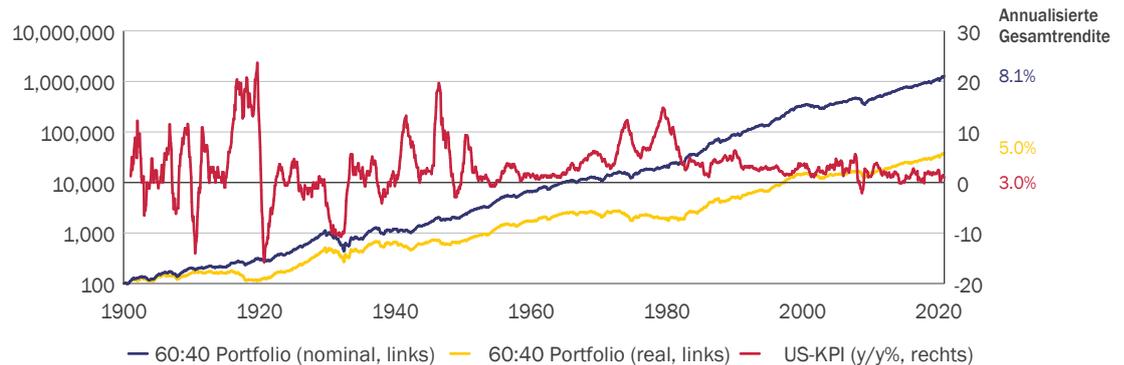
Würden die Löhne und sonstigen Einkommen der Konsumenten im Gleichschritt mit den Preisen steigen, bliebe der «reale» Lebensstandard stabil.

In der Praxis ist das aber nicht der Fall. Verbrauchern mit einem festen Einkommen geht es schlechter. Je anfälliger die Gruppe, desto unelastischer ihr Einkommen. Inflation ist kein Robin Hood: Sie beraubt die Armen.

Bei hoher Inflation haben auch Investoren kein Glück, weil die Finanzanlagen nicht Schritt halten – insbesondere Anleihen und Bargeld, aber auch Aktien (Abb. 2).

Abbildung 2: Inflation und Portfolios

US 60/40 Aktien/Anleihen-Portfolio (Index, aufgezeichnet) und KPI (%)



Quellen: Shiller, Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Im Extremfall, wenn die Teuerung ausser Kontrolle gerät und zur Hyperinflation wird, beschleunigt die Preisentwicklung sich exponentiell – ein wahres Trauma für die Gesellschaft. Zum Glück kam es in den Industriestaaten in letzter Zeit nicht dazu, obwohl die deutsche Erfahrung in den Jahren 1921 bis 1923 noch heute ihre Schatten wirft.

Wenn die Kaufkraft so schnell fällt, verliert Geld beinahe seinen gesamten Wert, Kredite lösen sich in Luft auf und Verträge und Konten werden bedeutungslos. Viel Energie und Fantasie wird dazu aufgewandt, einfach nur zu überleben, die Preisschilder ständig auszuwechseln sowie Löhne und Ersparnisse auszugeben oder neu anzulegen, bevor sie wertlos sind.

Die Teuerung beraubt also Sparer und Verschwender, Reiche und Arme. Die Neuverteilung von Wohlstand, die sie mit sich bringt, ist willkürlich. Explosive Inflationsraten können einer Volkswirtschaft umfassenden Schaden zufügen und uns alle in Mitleidenschaft ziehen. Klare Gewinner sind in der Regel Staaten, weil der Realwert ihrer Schulden sinkt.

Es ist nicht einfach, genau zu bestimmen, ab wann hohe Teuerung zu Hyperinflation wird. Deshalb gefällt es uns nicht, wenn man heute davon spricht, dass man die Inflation wieder auf ihr Ziel anheben soll. Denn niemand weiss, wie Inflation wirklich funktioniert, das heisst, wir haben nicht genügend Kenntnisse, um diesen Plan umzusetzen.

Wäre die heutige unter ihrem Ziel liegende Inflation für schlechten Lebensstandard und Arbeitslosigkeit verantwortlich, würden wir den Wunsch verstehen, die Teuerung wieder anzufachen. Dem ist aber nicht so. Die Beschäftigungslage ist heute bedroht, weil wir beschlossen haben, einen Teil der Wirtschaft herunterzufahren, um die Verbreitung des Virus einzudämmen.

Einige Ökonomen sind beunruhigt, weil sie denken, dass die niedrige Inflation sich in eine Deflation verwandeln könnte. Obwohl eine solche Entwicklung schon oft vorhergesehen wurde, ist sie nie eingetroffen. Die Deflation in Japan lag im Rahmen des Messfehlers. Es gab noch keine Hyperdeflation.

Ursache oder Wirkung?

«Wenn die Leiden kommen,
So kommen sie wie einzelne Späher nicht,
Nein, in Geschwadern» – Hamlet
[oder: Kummer kommt selten allein]

In den Siebziger- und Achtzigerjahren hatte die Teuerung schlechten Umgang. Träges Wachstum, wachsende Arbeitslosigkeit, weitverbreitete Streiks, rückläufige Rentabilität und steil steigende Inflation (die zusammen mit dem ungenügenden Wachstum zu dem Begriff «Stagflation» führte).

Wie wollen wir wissen, ob es den Portfolios aufgrund der Inflation schlecht ging und nicht wegen der übrigen Ereignisse? Wir können es gar nicht wissen. Vielleicht war die Teuerung eher eine Folge als eine Ursache. Ausschlaggebend waren die Faktoren, die zum Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage führten.

In die Höhe schiessende Ölpreise und gestörte Arbeitsbeziehungen verursachten Kosten, welche die Inflation antrieben und die Gewinnmargen schmälerten. Eine von der Nachfrage angeheizte Teuerung hätte ansehnlichere Margen, erfreuliche Rentabilität und höhere reale Aktienrenditen zur Folge gehabt.

Als das Tempo der Preisentwicklung endlich abnahm, sanken auch einige Kosten und die Margen weiteten sich wieder aus. Da diese Entwicklung nachhaltig war, wissen wir, dass die Marktposition der Unternehmen sich festigte, während die Inflation abflaute.

Inflation und Portfolios heute

Die Auswirkungen auf die Portfolios heute hängen vom Kontext ab. Welche Art der Inflation erwarten wir? Eine Hohe, eine niedrige, eine von Kosten oder eine von der Nachfrage angetriebene? Welche politischen Massnahmen werden ergriffen? Was preisen die Anlagen heute ein? Dieser Ausblick ist bereits nuancierter, als wir oft anerkennen.

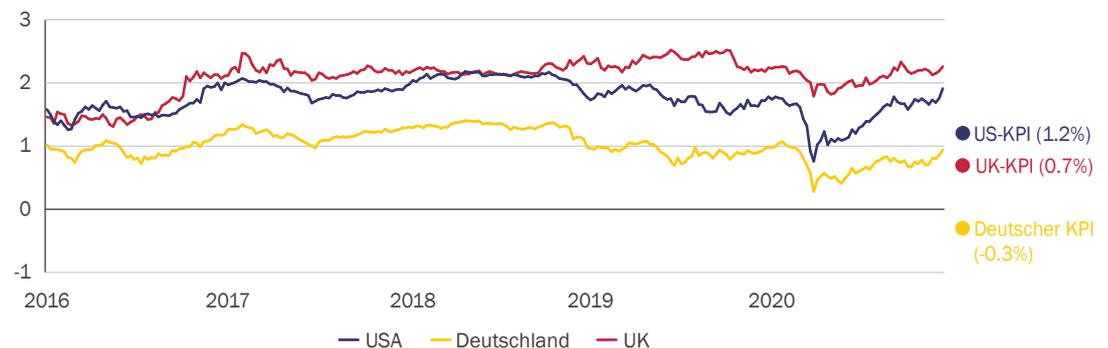
Investoren stellen sich vor allem die Frage der Geldpolitik. Wiegen die Zinsen auf «**Bargeld**» (Sparkonten und Festgeld) die Kapitalerosion auf? Zumindest anfangs könnte man meinen, dass dies nicht der Fall ist. Aber wenn die Politiker die Teuerung in den Griff bekommen wollen, dann vielleicht doch.

Anleihen sind selbstverständlich riskant. Die Gefahr ist am grössten, wenn die Inflations- und Zinserwartungen sich ändern. Wenn die Teuerung eintrifft, könnten die Anleihekurse in Bezug auf ihre festverzinslichen Coupons (sofern sie noch existieren) tief genug gesunken sein, um attraktiv zu wirken. Sollte die Inflation dann nicht die Erwartungen erfüllen oder die prognostizierten realen Zinssätze nachgeben, könnte der Anleihepreis wieder Auftrieb erhalten.

Konventionelle Anleihen sind manchmal weniger riskant, als wir denken, aber **Inflationsanleihen** sind möglicherweise aufgrund der sich ändernden Erwartungen mit mehr Risiken behaftet. Falls die Inflationserwartungen nachgeben oder die erwarteten Zinssätze steigen, hinken sie vielleicht der Inflation nach. Im Allgemeinen sind sie auch volatil.

Abbildung 3: Erwartete Inflation

10-Jahres-Breakeven-Rate, in Anleihen eingepreist (%). UK bereinigt um Unterschied zwischen EPI und KPI



Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co.
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Die Differenz zwischen konventionellen und indexierten Renditen ist ein Massstab für die von den Investoren erwartete Teuerung. Die aktuellen implizierten Raten deuten auf einen moderaten Anstieg der heutigen Inflation (Abb. 3). Die meisten Renditen konventioneller Anleihen liegen unter der aktuellen Teuerung und noch deutlicher unter der impliziten künftigen Teuerung.

Wer diese ausdrücklich negativ rentierenden Anlagen attraktiv findet, muss ein ziemlich düsteres Weltbild haben oder eine Anlagestrategie verfolgen, die nicht das reale Vermögen erhalten soll.

Unternehmensanleihen sind weniger vom Inflationsrisiko betroffen als Staatsanleihen, weil ihre Renditen höher sind und sie das Risiko besser abfedern können, sofern der Renditenunterschied oder «Spread» nicht durch Ausfälle und Verluste aufgezehrt wird.

Die Bonität von Staaten kann ebenfalls abnehmen. In der Praxis nutzt staatlichen Emittenten jedoch ein unerwarteter Anstieg der Inflation mehr als den meisten anderen.

Auf differenzierte Markenprodukte entfällt ein wachsender Teil der Volkswirtschaften. Zudem verleihen sie den Anbietern eine gewisse Preismacht. Daher sind **Aktien** bis zu einem gewissen Grad vor einem Preisanstieg geschützt. Wenn die Inflation höhere Zinssätze oder Gebühren bedroht oder zu mehr Disruptionen führt, kann sie die Unternehmen belasten. Das gilt auch für mässige Teuerung, wenn sie auf Kostendruck beruht.

Nichts gewährleistet, dass Aktien mit der Inflation gleichziehen oder sie übertreffen: Auch hier kommt alles darauf an. Dennoch sind Anlagen in Unternehmen an die Realwirtschaft und das

Wirtschaftswachstum gekoppelt. Damit besitzen Aktien einen zusätzlichen Vorteil, der die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass sie über der Inflation liegende Renditen erzielen.

Wie entwickeln sich Aktien vor dem Hintergrund der allmählich steigenden Inflation, an die wir denken? Die Trendinflation könnte sich mehr als verdoppeln und würde immer noch im niedrigen einstelligen Bereich bleiben. Zudem dürfte sie eher von der Nachfrage als von den Kosten angefacht werden. Das sollte nicht zu traumatisch für Portfolios sein. Angesichts der höheren Volatilität von Aktien ist zu erwarten, dass sie manchmal schlechter abschneiden als andere Anlagen.

Derzeit sind Aktien teurer als sonst. Eine gewisse Normalisierung der Bewertungen ist wahrscheinlich. Wie eingangs erwähnt, deuten unsere modellierten künftigen Renditen darauf, dass sie immer noch die derzeit prognostizierten Inflationsraten übertreffen können.

Gold und **Immobilien** sind zwei Sachwerte, die um die Teuerung besorgten Anlegern gefallen.

Die Volatilität von Gold bedeutet allerdings, dass es längere Zeit den Konsumentenpreisen nachhinken kann. Wir ziehen es dennoch als realen Wertspeicher klar einer anderen, derzeit sehr beliebten Quasi-Währung vor: Bitcoin. Gold ist dekorativ, konkret und das Angebot ist beschränkt. Kryptowährungen besitzen diese Eigenschaften nicht.

Immobilien sind Sachwerte wie Gold und ebenfalls attraktiv. Mieten hängen wie Dividenden von der Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftslage ab. Leider sind sie illiquide und nur wenige Anleger können sich gut diversifizierte Direktanlagen leisten.

4 – 9. Dezember – Kevin Gardiner, Victor Balfour

Es handelt sich um eine überarbeitete Fassung eines längeren Essays.

Abbildung 4: Inflation und Portfolios

Die Inflation übertreffende Eigenschaften ausgewählter Anlagen

	Verhältnis zur Inflation	Über der Inflation liegende Renditen?
Bankeinlagen	Variable Verzinsung	Abhängig von Geldpolitik und Markt-Timing
Konventionelle Staatsanleihen	Höhere Coupons, aber erst <i>nachdem</i> die Zinssätze gestiegen und die Preise der ausstehenden Anleihen gefallen sind	Langfristige Anleihen sind riskanter, dennoch können sich Chancen ergeben
Inflationsanleihen	Ausdrückliche Indexierung, aber sich ändernde Erwartungen und reale Zinssätze führen zu Volatilität	Fast immer, sofern Erwerb bei Emission und Halten bis Fälligkeit, aber ein potenzieller sehr volatiler Zeitraum dazwischen
Unternehmensanleihen	Wie bei konventionellen Anleihen, aber mit zusätzlicher Volatilität in Stresszeiten	Höhere Renditen und kürzerer Laufzeiten federn Risiko besser ab als Staatsanleihen
Aktien	Loses, langfristiges Verhältnis zu Inflation und realem Wirtschaftswachstum, aber hohe Volatilität in Stresszeiten (wozu auch steigende Zinssätze zählen können)	Am wenigsten anfällig auf lange Sicht, aber kurzfristig die volatilste Anlage
Gold	Sehr loses, langfristiges Verhältnis zu hoher Volatilität. Könnte am besten performen, wenn Politiker versagen	Instabile Korrelationen, hohe kurzfristige Volatilität
Immobilien	Sehr loses, langfristiges Verhältnis zu gelegentlichen Liquiditätsausfällen	Langfristige Aussichten und Liquidität hängen vor allem von Region und Sektor ab

Quellen: Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

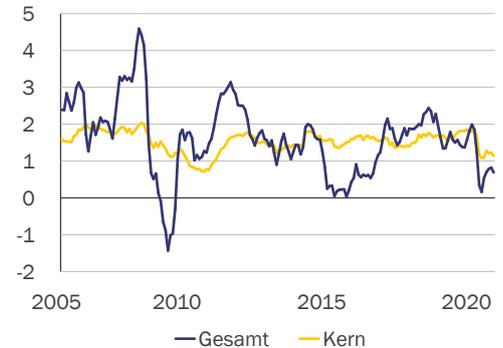
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



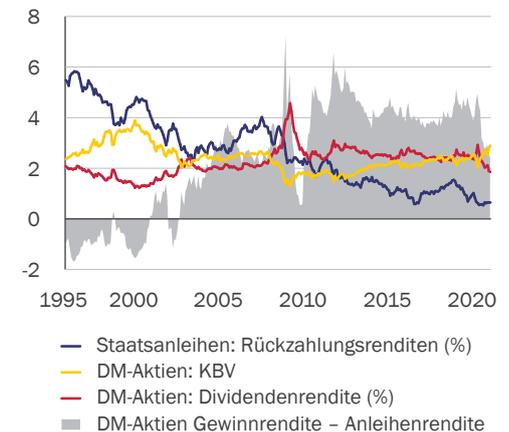
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	0.9	9.1	19.9
10-J.-US-Gilt	0.3	4.4	12.4
10-J.-Bundesanleihen	-0.6	2.0	7.9
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.5	-0.3	3.0
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.0	0.1	1.1
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	0.9	5.2	15.8
Globale Anl.: Hochzins (USD)	4.6	6.6	15.7
EM (USD)	3.6	6.7	16.5

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	1.9	15.0	31.8
DM	1.9	14.1	32.3
EM	2.0	21.5	26.9
US	1.5	21.2	47.5
Eurozone	2.1	-0.2	5.5
GB	3.3	-8.0	-2.5
Schweiz	3.0	0.9	19.2
Japan	2.1	7.0	8.2

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	106	-3.8	0.7
Euro (EUR)	131	6.3	5.6
Yen (JPY)	94	-0.5	8.6
Pfund (GBP)	78	-3.5	0.5
Schweizer Franken (CHF)	169	5.4	11.5
Chin. Yuan (CNY)	134	4.1	1.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	159	-12.3	-14.1
Brent Rohöl (\$/b)	48.9	-24.0	-22.9
Gold (\$/oz.)	1,842	26.2	47.5
Industriemetalle (1991 = 100)	287	21.0	13.6
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	22.3	40.4	132.5
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	48.5	-28.0	2.1

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
9. Dezember 2020.

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

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.

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

London

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

Mailand

Passaggio Centrale, 3
Mailand 20123
Italien
+39 02 7244 31

Manchester

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

Zürich

Zollikerstrasse 181
8034 Zürich
Schweiz
+41 44 384 7111

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.