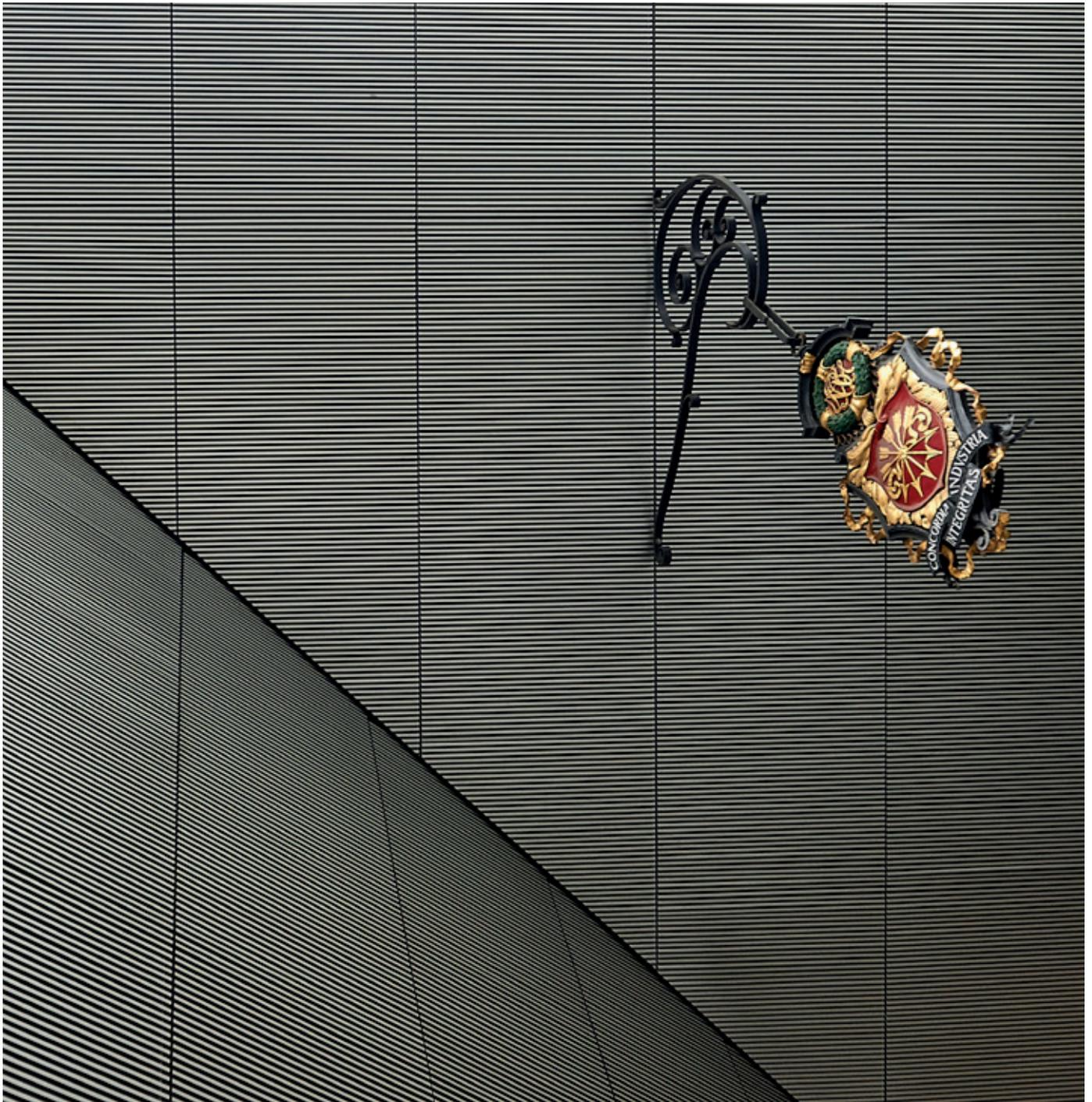


# Marktausblick



Abwarten

Marktausblick 109 | November 2020



# Vorwort

Ein allgemein verfügbarer Impfstoff scheint in greifbare Nähe zu rücken, und die neue US-Regierung ist sicherlich sowohl berechenbarer als auch in der Lage, der Wirtschaft mit ihrem Handeln weniger zu schaden. In anderer Hinsicht hat sich die Stimmung jedoch eingetrübt, da die Regierungen in Europa auf die zweite COVID-19-Ansteckungswelle erneut mit einer Stilllegung von Teilen der Wirtschaft reagierten.

Ob sich das Wachstum in den einzelnen Ländern verlangsamt, zum Stillstand kommt oder sogar den Rückwärtsgang einlegt, hängt von der Schwere und Dauer der neuen Teil-Lockdowns ab. China scheint es zu gelingen, eine zweite Welle zu verhindern, während die Beschränkungen in den USA – zumindest unter der scheidenden Regierung – moderater ausfallen.

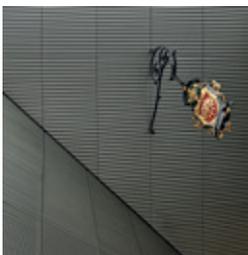
Die bemerkenswert v-förmige Erholung der Produktion bis mindestens September – die schneller verlief, als wir erwartet hatten – zeigt, dass Volkswirtschaften nach wie vor wachsen können, wenn man sie lässt. Die Menschen wollen nach wie vor reisen, sich unter die Leute mischen und Wohlstand erlangen: Die Vorstellung vom veränderten, weniger materialistischen westlichen Konsumenten war wohl eher ein Wunschgedanke (viele Haushalte können es sich einfach nicht leisten, nichts auszugeben).

Das Risiko eines dauerhaften Schadens nimmt erneut zu. Doch die Politik wird auch diesmal versuchen, es zu mindern. Für uns als Anleger, die sich glücklicherweise nicht mit einer umfassenderen sozialen Arithmetik auseinandersetzen müssen, lautet die entscheidende Frage, ob wir uns auf erneute kurzfristige Verluste und Risiken oder die andauernde Wahrscheinlichkeit, dass die Erholung irgendwann kommt, einstellen sollten. Wie im Frühjahr raten wir dazu, abzuwarten, und bevorzugen unternehmensorientierte Anlagen. Wir sind nicht davon ausgegangen, dass bald ein allgemein verfügbarer Impfstoff bereit steht, doch wenn einer entwickelt wird, umso besser.

Diese Ausgabe des *Marktausblicks* enthält eine Auswahl bearbeiteter Beiträge aus unserem Strategie-Blog. Die behandelten Themen sind so gewichtig wie eh und je: eine neue US-Regierung, erneute Teil-Lockdowns und – was vielleicht besonders bemerkenswert ist – die Absegnung neuer Schulden durch den Internationalen Währungsfonds.

**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: November 2020.  
Stand der Daten: 31. Oktober 2020.  
Quelle für Grafiken und Tabellen:  
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

## Joe Bidens Stunde

**Das Ergebnis...** liess eine Weile auf sich warten, war aber klar – sowohl auf nationaler Ebene als auch im Wahlkollegium. Dass eine gerichtliche Anfechtung durch den Wahlverlierer Erfolg hat, erscheint sogar noch unwahrscheinlicher als ein grossmütiges Eingeständnis der Wahlniederlage. Die «blaue Welle» war jedoch eher ein «leichtes Kräuseln» des Wassers – selbst wenn die Demokraten letztlich die noch unentschiedenen Senatssitze gewinnen. So erklärt sich auch die positive Reaktion der Aktienmärkte. Ein weniger idiosynkratischer Präsident verspricht eine stabilere Welt, während ein gespaltenen Kongress die Durchsetzung unternehmensfeindlicher Massnahmen beschränken wird.

**Die Politik...** wird sich womöglich gar nicht so stark ändern, obwohl mit Dekreten viel erreicht werden kann (beispielsweise der erneute Beitritt zum Pariser Klimaübereinkommen). Bei den Handelsgesprächen dürfte ein diplomatischerer Ton angeschlagen werden, aber die USA werden China gegenüber voraussichtlich weiterhin eine recht harte Haltung vertreten. Wie wir bereits sagten: Trump hatte irgendwie Recht. Was das Gesamtbild anbelangt, das die Experten ja so gerne ins Auge fassen, so hat sich der Schwerpunkt der US-Politik, wenn überhaupt,

nicht sehr stark in die kollektivistische Richtung verlagert. Die Regulierung dürfte – selbst bei einem gespaltenen Kongress – verschärft werden. Die Marktmacht der Technologiegiganten und sozialen Medien wird ebenso wie der Finanzsektor weiter genau unter die Lupe genommen werden (für den Gesundheitssektor ist das Risiko aber vielleicht geringer, als es hätte sein können). Höhere Unternehmenssteuern und grosse Ausgabeninitiativen sind aber unwahrscheinlich.

**Die Relevanz...** des Wahlausgangs für Portfolios könnte überbewertet sein (ihre umfassenderen Auswirkungen natürlich nicht unbedingte). Im Anlageprozess gibt es viele bewegliche Elemente und andere sind häufig wichtiger. So gehen wir beispielsweise davon aus, dass eine andauernde Konjunkturerholung nach der Eindämmung von COVID-19 wichtiger und wahrscheinlicher ist. Wenn die unmittelbare Reaktion vorüber ist, könnten die Märkte auch ohne «blaue Welle» eine zyklischere Ausrichtung annehmen (eine Rotation aus dem Technologie- und Kommunikationssektor und eine steilere Renditekurve). Ein kurzfristiges Konjunkturpaket ist wahrscheinlich (vielleicht im neuen Jahr).

Aus Abbildung 1 geht hervor, dass die Märkte und die Wirtschaft der USA sich unter

### Abbildung 1: Unter demokratischen Präsidenten entwickelten sich die Märkte besser

Republikanische Präsidenten waren in schwierigeren Zeiten an der Macht

Präsident	Amtsantritt	US-Aktien (%)	BIP (%)	Inflation (%)	Arbeitslosigkeit (%)
FDR / Truman	1945	6.3	-2.4	2.9	3.3
Truman	1949	23.0	6.8	2.7	4.4
Eisenhower	1953	20.0	2.9	0.9	4.2
Eisenhower	1957	8.0	2.1	1.9	5.4
JFK / Johnson	1961	12.6	5.3	1.2	5.8
Johnson	1961	5.8	5.1	3.3	4.0
Nixon	1969	2.4	3.3	4.5	4.9
Nixon / Ford	1973	-8.8	2.2	8.3	6.6
Carter	1977	1.8	3.2	10.3	6.6
Reagan	1981	6.5	3.3	5.1	8.5
Reagan	1985	15.4	3.8	3.4	6.5
Bush	1989	12.6	2.2	4.2	6.2
Clinton	1993	15.3	3.3	2.8	6.1
Clinton	1997	15.6	4.3	2.4	4.5
Bush	2001	-3.1	2.5	2.4	5.4
Bush	2005	-8.4	1.2	2.5	5.0
Obama	2009	13.0	1.5	2.3	8.8
Obama	2013	13.5	2.4	1.2	6.0
Trump	2017	12.1	1.0	1.8	4.9
<b>Gesamter Zeitraum</b>		9.6	2.8	3.4	5.6
<b>Demokrat</b>		12.4	3.3	3.2	5.5
<b>Republikaner</b>		6.8	2.5	3.5	5.8

Quelle: BEA, BLS, Bloomberg, Rothschild & Co

Hinweise: Die Renditen von US-Aktien werden auf Total-Return-Basis, bereinigt um Inflation und annualisiert berechnet. Das BIP und die Inflation werden über jede Amtszeit als zusammengesetzte Werte berechnet. Die Arbeitslosenquote (U3) ist als Durchschnittswert über die jeweilige Amtszeit dargestellt.

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

demokratischen Präsidenten häufig besser entwickelten. An deren Politik lag es jedoch nicht. Vielmehr hatten sie häufig das Glück, dass ihre Präsidentschaft in wirtschaftlich gute Zeiten fiel (wie die 1960er Jahre), während die republikanischen Präsidenten sich mit einem schwierigeren Umfeld konfrontiert sahen (etwa Mitte der siebziger oder die ersten Jahre des

neuen Jahrtausends). Gleichermassen wird aber auch ein gespaltener Kongress häufig mit einer enttäuschenden Marktentwicklung verbunden. Das liegt in erster Linie daran, dass in diese Zeit häufig schlechte Nachrichten fielen (wie der Beginn der Grossen Depression oder das Platzen der Technologieblase im Jahr 2000).

9. November – Kevin Gardiner, Victor Balfour

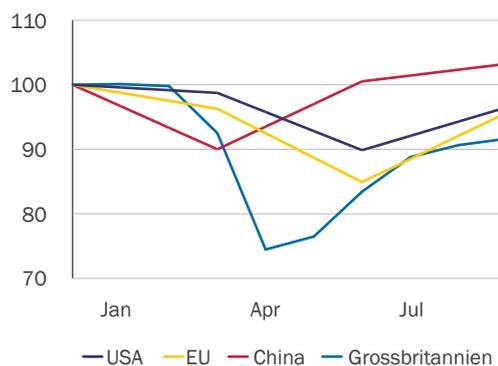
## So far, so V

Manchmal sagt ein Bild wirklich mehr als tausend Worte. In Abbildung 2 sind die BIP-Indizes per Ende drittes Quartal dargestellt. Der weitere Verlauf der Graphen wird derzeit durch die erneuten Massnahmen der Regierungen in Frage gestellt (siehe unten). Bisher verlief die Erholung jedoch schneller, als wir je zu hoffen gewagt hätten. Wie schon der Chefökonom der Bank of England (BoE) im Sommer sagte: «So far, so V».

2. November – Kevin Gardiner, Victor Balfour

### Abbildung 2: Verlorenes Terrain wiedergewinnen

Reales BIP, indiziert (100 = Q4 '19)



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

## Trübere Stimmung

Die Regierungen tendieren allmählich wieder stärker zu umfassenderen Lockdowns: Frankreich und Deutschland (*und wie am 31. Oktober bekanntgegeben auch England*) kündigten die Umsetzung restriktiverer Massnahmen über einen Monat an. Viele andere Regierungen ziehen nach oder stehen unter Druck, es ihnen gleichzutun.

Wie immer wird die allgemeine Besorgnis von den Sensationsmedien zuverlässig verstärkt und zurückgespiegelt (mittlerweile geht es nicht mehr nur um eine blossе Pandemie, sondern pessimistische Journalisten ziehen zunehmend Vergleiche mit dem Schwarzen Tod). Hier auf der Nordhalbkugel sinken die Temperaturen und die Tage werden kürzer. Es mangelt uns erneut an einer Perspektive. Die erneute Volatilität stellt keine Überraschung dar: Die Erholung der Unternehmensgewinne scheint nun zumindest für eine Weile ins Stocken zu geraten oder sich sogar umzukehren.

Wie sollten Anleger darauf reagieren?

Wir raten dazu, abzuwarten, und bevorzugen unternehmensorientierte Anlagen. Kurzfristige

Volatilität ist besorgniserregend und unvorhersehbar, doch die Marktstimmung neigt zu Überreaktionen (zugegebenermassen in beide Richtungen).

Seit dem Frühjahr gibt es Fortschritte bei der Behandlung, und momentan sind die Sterblichkeitsraten glücklicherweise weiterhin deutlich niedriger. Die meisten Schulen sind in Europa noch geöffnet, sodass viele Eltern weiter arbeiten können. In den USA sind die Eindämmungsmassnahmen weniger restriktiv. Wir brauchen keinen Impfstoff, um uns vorwärts zu bewegen: Anpassung – durch soziale Distanzierung, nicht Abschottung – reicht dazu aus.

An den Märkten sind die Aktienkurse seit ihrem Tief im März erheblich gestiegen, beflügelt durch die erwartete Konjunkturerholung und die niedrigeren erwarteten Zinssätze.

Wir hatten mit einer zügigen Erholung der Wirtschaft gerechnet, aber der Aufschwung verlief noch v-förmiger als erwartet. Die westlichen Volkswirtschaften gewannen mehr als die Hälfte des verlorenen Terrains zurück. Die chinesische Wirtschaft (als erste betroffen, als erste erholt) ist über das Niveau vor der Krise hinausgewachsen und wird nicht durch eine zweite Welle beeinträchtigt.

Die Volkswirtschaften können offensichtlich noch wachsen – wenn man sie lässt. Selbst mit einer gewissen Verlangsamung könnten wir im Westen im Jahr 2021 wieder das BIP-Niveau vor dem Ausbruch von COVID-19 erreichen (dies gilt nach wie vor, abhängig von den erneuten Lockdowns).

Auf der Mikroebene haben die Reaktionen auf die Lockerung der Eindämmungsmassnahmen im Sommer und die Ausgaben im Online-Handel während der Pandemie jegliche Illusion ausgeräumt, dass wir es mit einer neuen, nicht-materialistischen Welt zu tun haben, in der die Menschen nicht mehr reisen, in Restaurants essen, unterhalten werden oder anderweitig Konsumausgaben tätigen wollen.

Die politischen Rahmenbedingungen dürften wohl selbst dann grosszügig bleiben, wenn die Wirtschaft sich vollständiger erholt (sogar nun mit dem offiziellen Segen des IWF). So nimmt die Wahrscheinlichkeit einer Phase des überdurchschnittlichen, aufholenden Wachstums über 2021 hinaus zu. Die politischen Entscheidungsträger in Europa reagierten auf die drohenden erneuten Lockdowns mit noch mehr geld- und fiskalpolitischer Unterstützung. Wie im Frühjahr sollten wir jedoch daran denken, dass die unmittelbare Wirkung begrenzt bleiben wird: Die Behörden werden die Wirtschaft nicht mit einer Hand stilllegen, nur um sie mit der anderen offen zu halten.

Die politischen Rahmenbedingungen können den Märkten helfen, indem sie bleibende wirtschaftliche Schäden eindämmen, Liquidität

bereitstellen und die Bewertungen untermauern. Wenn die Realzinsen niedrig sind und es vermutlich auch bleiben werden, verlängern sich die Horizonte der Aktienmärkte. In diesem Umfeld würde selbst der Verlust der Gewinne eines ganzen Jahres – der weltweit nach wie vor sehr unwahrscheinlich ist – nur einige wenige Prozentpunkte vom Gesamtwert des Aktienmarktes ausmachen.

Sollten die Gewinne erneut einbrechen, würden die Preise natürlich stärker fallen, weil die Märkte überreagieren – aber wenn die Gewinne irgendwann wieder steigen, könnten die Preise in Erwartung dessen wieder anziehen.

Diese Einschätzung könnte als naive «Buy-on-Dips»-Strategie kritisiert werden, nach der jeder Kursrückgang als Kaufgelegenheit genutzt wird. Naiv oder nicht – viele erfahrene Experten konnten sich bisher nicht damit abfinden. Psychologisch gesehen ist es äusserst schwierig, während eines fallenden Marktes zu kaufen – wir wissen, es kann das Richtige sein, aber an dem Tag selbst finden wir immer einen Grund, noch etwas länger zu warten. Und möglicherweise müssen wir unsere Netze weit auswerfen: Die britischen und japanischen Boote wurden von der weltweiten Wachstumsflut bisher zwei Jahrzehnte lang nicht nachhaltig in die Höhe geschwemmt.

Doch betonen wir noch einmal: Auch das soll vorübergehen. COVID-19 ist nicht der Schwarze Tod, wir können uns anpassen, und die Menschen wünschen sich auch weiterhin Wohlstand.

30. Oktober – Kevin Gardiner

---

## Inflation: Update

In den meisten Industrieländern ist die Inflation nach wie vor tief. Die Geld- und die Fiskalpolitik sind locker, aber die freien Kapazitäten sind noch hoch.

In Grossbritannien kehrte die Inflation ihren disinflationären Trend im September um, liegt aber nach wie vor deutlich unter dem Inflationsziel der BoE von 2% (*und die jüngste Entscheidung des Monetary Policy Committee, die quantitative Lockerung zu stärken, kam nicht überraschend*).

Die Eurozone bewegte sich im September tiefer in deflationäres Terrain. Bedeutender ist, dass die Inflation dort unter dem Zielwert der Europäischen Zentralbank (EZB) von (knapp unter) 2% liegt. Dies veranlasste die EZB dazu, für ihre nächste Sitzung im Dezember zusätzliche Impulse anzukündigen (*noch bevor den jüngsten Lockdown-Entwicklungen – siehe oben*).

In den USA ist die Entwicklung am wenigsten deflationär und die Konsumentenpreis-inflation (KPI) stieg weiter, wenngleich im September nur langsam. Das Inflationsziel der Federal Reserve (Fed) ist als Kerndeflator der privaten Konsumausgaben, nicht als KPI formuliert, doch die letzten Daten zeigen ebenfalls, dass die Kernrate sich moderat nach oben bewegt. Die jüngsten Änderungen an den politischen Rahmenrichtlinien der Fed deuten darauf hin, dass die Notenbank die Inflation für eine gewisse Zeit über das Ziel von 2% hinausschiessen lassen wird, um einen Teil des jüngsten Rückgangs wieder «gut zu machen». Mit Ausnahme kurzer Phasen in den Jahren 2012 und 2018 lag die Inflation schon seit längerer Zeit unter dem Ziel der Fed.

Die Anleihenmärkte signalisieren implizit, dass die Inflation für längere Zeit tief bleiben wird. Die Gefahr einer steigenden Arbeitslosigkeit in den kommenden Monaten könnte sich neben den

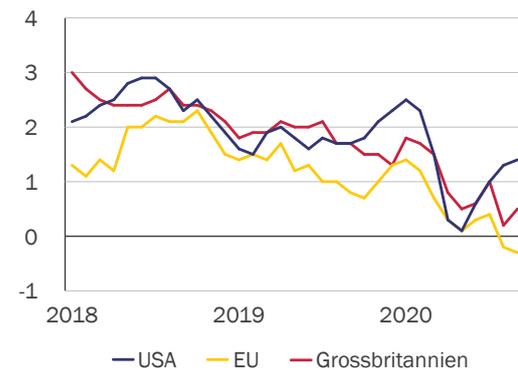
verschärften COVID-19-Beschränkungen belastend auswirken.

Im Moment scheinen die Kräfte, die im Spiel sind, eher deflationär als inflationär zu sein. Wir sind aber überzeugt, dass langfristig die Inflation die Oberhand gewinnen wird. Grosszügige politische Rahmenbedingungen werden die Nachfrage womöglich weiter ankurbeln, selbst wenn das Vertrauen des privaten Sektors wieder zunimmt. Wir gehen davon aus, dass die effektive Nachfrage das Angebot irgendwann übertreffen wird. Im Gegensatz zur herkömmlichen Denkweise halten wir das nicht für gut. Inflationsziele existieren, um die Inflation zu begrenzen, nicht um sie zu fördern.

21. Oktober – Charlie Hines

**Abbildung 3: Gesamtinflationen**

(im Jahresvergleich, in %)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co  
Hinweis: Korrekt per 30. September.  
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

## Inflation: Realistisch sein

Was sollten (oder können) Anleger tun, wenn die Inflation irgendwann wieder steigt?

Nominale Vermögenswerte wie Geldmarktprodukte und Anleihen sind in einem solchen Umfeld in der Regel am stärksten gefährdet, «realere» Vermögenswerte wie Aktien hingegen am wenigsten. Viele Unternehmen verfügen über eine gewisse Preissetzungsmacht und können die Herstellungskosten häufig an die Konsumenten weitergeben.

Die Ölkrise in den 1970er Jahren und die Phase der übermässigen Inflation in den frühen 1980er Jahren brachten schwache «reale» Renditen für Geldmarktprodukte, Anleihen und Aktien (Abbildung 4).

Damals lief vieles aus dem Ruder, nicht nur die Inflation. Das Ölembargo und die steigenden Ölpreise belasteten Produktion und Wachstum. Den Regierungen gelang es nicht, die Zinssätze über der Inflationsrate zu halten, was die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und die realen

Renditen von Geldmarktprodukten und Anleihen untergrub. Schliesslich waren auch noch die Arbeitsbeziehungen äusserst schwierig und sorgten für zusätzlichen Druck auf die Rentabilität.

Gerade Aktien verkraften bestimmte Arten von Inflation nur sehr schlecht. Bei der am häufigsten vorkommenden durch einen Nachfrageüberhang ausgelösten Inflation («Demand-Pull») werden die Gewinnmargen in die Höhe getrieben. Doch die durch Kostenerhöhungen ausgelöste Inflation («Cost-Push») der 1970er Jahre, die durch die steigenden Ölpreise und Lohnstückkosten angetrieben wurde, traf Unternehmen ohne Preissetzungsmacht hart.

Vielleicht wäre diese Episode in den 1970er Jahren anders verlaufen, wenn die Inflation mit einem stärkeren Wachstum und positiven realen Renditen einhergegangen wäre? Wäre die Deflation in den 1930er Jahren ohne die Grosse Depression ebenso schlimm gewesen? Um diese Frage zu beantworten, können wir nicht einfach die Inflation zu den realen Renditen wieder hinzuaddieren, denn die realen Renditen wären

**Abbildung 4: Langfristige reale Renditen: 1900-2020**

(inflationbereinigt und annualisiert, in %)

Inflationsregime (Zeitanteil)	US-Geldmarktprodukte	Treasuries	US-Aktien	Gold (nach 1970)
Hoch (23%)	-4.5	-5.9	-2.6	9.1
Moderat (63%)	0.6	3.3	12.0	0.4
Deflation (14%)	5.2	8.8	-1.1	0.2
Summe	0.0	1.8	6.7	2.2

Quelle: Shiller, Bloomberg, Rothschild & Co  
Hinweise: monatlich berechnet und auf der Basis der US-Konsumentenpreisinflation im Jahresvergleich. Hoch: > 5%; Moderat: 1-5%; Deflation: < 0%.  
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

unter anderen Bedingungen wahrscheinlich sehr anders ausgefallen.

Wir müssen nun über den wahrscheinlichen Kontext nachdenken.

Sollte die Inflation bei gleichzeitigem gesundem Wachstum und anhaltend negativen Realzinsen steigen, könnten Aktien positive reale Renditen erzielen, aber für Geldmarktprodukte und Anleihen würde es schwierig. Innerhalb einer bestimmten Bandbreite einer «moderaten» Inflation – über der derzeitigen Rate, aber tiefer als in den 1970er Jahren – bleibt die Preissetzungsmacht intakt und umfassende Störungen können vermieden werden.

Ein Anstieg der Inflation bei gleichzeitigem gesundem Wachstum und positiven Realzinsen würde eher für Anlagen in Geldmarktprodukte

und sogar Anleihen sprechen, natürlich nachdem die höheren Zinsen in Anleihen und Aktien «eingepreist» sind: Anleihen und Aktien sind besonders anfällig, wenn die erwarteten Zinssätze steigen.

Wenn die Inflation hingegen bei schwachem Wachstum und anhaltend negativen Zinsen steigen würde, gäbe es – ebenso wie in den 1970er Jahren – in konventionellen Portfolios nur wenige Zufluchtsmöglichkeiten.

Vorläufig gehen wir davon aus, dass der zu erwartende Anstieg der Inflation moderat ausfallen und zumindest anfänglich mit einem passablen Wachstum, aber weiterhin niedrigen Realzinsen einhergehen wird. Dies entspricht dem ersten der drei oben beschriebenen Szenarien.

7. November – Victor Balfour

## IWF: Dieses Mal ist alles anders

«Niemand hat uns gesagt, dass wir dies tun dürfen» – Sidney Webb, als die konservative Regierung in Grossbritannien 1931 den Goldstandard aufgab.

Als wäre das Jahr 2020 nicht schon seltsam genug, schlägt jetzt auch noch der IWF keynesianische Töne an. In der jüngsten Ausgabe des Fiscal Monitor erklärt er, dass Politiker selbst dann, wenn sich die Staatsverschuldung der Industrieländer 100% des BIP annähert, nicht mit Steuererhöhungen oder Haushaltskürzungen reagieren, sondern weiter Kredite aufnehmen und in Wachstum investieren sollten.

Defizite jetzt rasch abzubauen, argumentiert der IWF, würde den Wirtschaftsaufschwung gefährden, die Armut vertiefen und die Ungleichheit verschärfen.

Dem stimmen wir zu: Für dringende Kürzungen besteht keine Notwendigkeit. Wenn die Anleger über die Verschuldung zutiefst besorgt wären, würden die Anleihenrenditen trotz aller Ankaufprogramme der Zentralbanken im Rahmen der quantitativen Lockerung steigen. Das tun sie aber nicht, und der IWF rennt offene Türen ein.

Einige Beobachter haben gemischte Gefühle. Zweifellos herrschen derzeit besondere Umstände – dies war aber auch schon in der Vergangenheit so, und damals drängte der IWF auf einen fiskalpolitischen Sparkurs und geldpolitische Strenge.

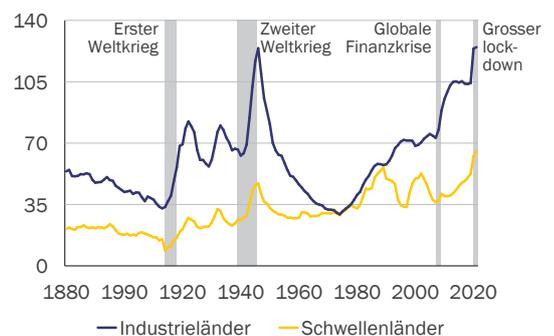
Denken Sie nur an die Sparprogramme nach der globalen Finanzkrise, die vielen Schwellenländer, die «Anpassungen» vornehmen mussten, um von IWF-Programmen profitieren zu können, und die zahllosen «progressiven» Ambitionen und Wahlprogramme, die wegen ihrer Kreditaufnahmepläne kritisiert wurden (Abbildung 5).

Als die konservative britische Regierung 1931 – noch vor der Gründung des IWF – den Goldstandard aufgab, reagierte der ehemalige Labour-Minister Sidney Webb mit den Worten: «Niemand hat uns gesagt, dass wir dies tun dürfen».

In der Tat. Niemand hat den Regierungen gesagt, sie dürften so viel Geld aufnehmen und würden damit durchkommen. Angeführt vom IWF und

### Abbildung 5: Historische Muster der allgemeinen Staatsverschuldung

(in % des BIP)



Quelle: IWF, Rothschild & Co

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

angespornt durch das äusserst einflussreiche, 2009 veröffentlichte Buch *Dieses Mal ist alles anders* von Reinhart und Rogoff hat die Mehrheit der Menschen den Regierungen in den meisten Fällen vermittelt, dass sie dies nicht tun dürfen. Die Ironie im Titel des Buches könnte sich wie ein Bumerang gegen seine Autoren und etablierte Wirtschaftswissenschaften wenden.

Es muss alles sehr unfair erscheinen. Die heutigen (meist) konservativen Regierungen leihen nicht nur mehr Geld, als die Oppositionsparteien es je gewagt hätten, sondern der IWF ermutigt sie jetzt sogar noch dazu.

Zwar sind auch wir der Auffassung und argumentieren seit vielen Jahren, dass die Verschuldung tragbarer ist als befürchtet und dass keine dringende Notwendigkeit für Kürzungen besteht. Dennoch bereitet uns diese jüngste schleichende Verschiebung der Prioritäten beim IWF Unbehagen.

Wir können uns durchaus Umstände vorstellen, in denen die Aufnahme umfangreicher Kredite nicht toleriert wird. Dies kann davon abhängig sein, wer die Kredite aufnimmt (oder, wie im Fall von Herrn Webb, die Abwertung vornimmt), aus welchem Grund und wer die geldpolitischen Gegenparteien der aufgenommenen Kredite sind. Kredite aufnehmen und Geld drucken wäre eine besorgniserregende Kombination.

Ebenso wie die Brutto-Finanzschulden vielleicht keine verbindliche Wachstumsbeschränkung sind, stellen sie auch keine nachhaltige Wachstumsquelle dar.

*14. Oktober – Kevin Gardiner*

# Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

## Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

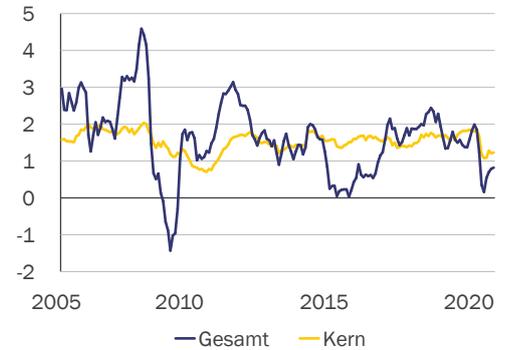
### Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



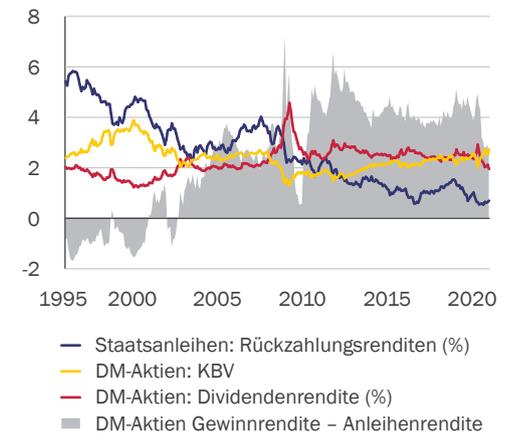
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	1.0	9.6	19.6
10-J.-US-Gilt	0.4	3.5	11.7
10-J.-Bundesanleihen	-0.5	1.5	7.9
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.4	0.0	2.7
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.0	-0.5	0.9
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	0.9	5.0	15.6
Globale Anl.: Hochzins (USD)	5.1	4.7	13.8
EM (USD)	3.9	5.9	15.8

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.0	10.9	27.8
DM	1.9	10.3	29.0
EM	2.1	14.6	17.9
US	1.6	17.9	45.1
Eurozone	2.2	-4.1	2.5
GB	3.7	-13.1	-6.8
Schweiz	2.8	1.7	21.0
Japan	2.2	2.5	2.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Wechselkurse

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

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	108	-2.0	2.1
Euro (EUR)	130	5.8	5.4
Yen (JPY)	94	0.6	8.3
Pfund (GBP)	78	-0.3	1.7
Schweizer Franken (CHF)	168	5.1	10.2
Chin. Yuan (CNY)	134	3.8	1.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	154	-15.3	-19.9
Brent Rohöl (\$/b)	43.6	-30.2	-31.3
Gold (\$/oz.)	1,882	29.0	47.6
Industriemetalle (1991 = 100)	265	6.0	-0.2
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	24.8	105.5	119.7
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	46.2	-28.3	-2.3

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per  
31. Oktober 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.