



MARKTAUSBLICK | SEPTEMBER 2022

# Die Sorgenwand – wirklich unüberwindbar?



## Vorwort

Die Sorgenwand sieht wieder einmal unüberwindbar aus. Wenn wir dem, was wir lesen, Glauben schenken können, so wurde finanzielle Glaubwürdigkeit jetzt völlig vom Tisch gewischt; eine Lohnspirale wie in den 70er Jahren lastet auf uns; eine Wirtschaftskrise ist unvermeidlich; die Thukydides-Falle hat zugeschnappt; und die Kapitalmärkte preisen diese Situation zudem nur wenig ein.

Umfragen nach dem US-amerikanischen und europäischen Verbrauchervertrauen haben in diesem Sommer Rekordtiefs aufgezeigt. Gleiches gilt auch für eine vielbeachtete Umfrage zur Stimmung institutioneller Investoren. Gorbatschows Tod ruft uns ins Gedächtnis, dass die politische Führung schon seit langem die internationale Bühne verlassen hat.

Man muss sich also tatsächlich irgendwie durchschlagen.

Wir werden es aber schaffen.

Die heutigen Schwierigkeiten bereiten uns mehr Sorgen, als es bei früheren Fixierungen mit Verschuldung, Demographie und Deflation (erinnert uns dies nicht an etwas?) der Fall war. Die Zentralbanken sind tatsächlich sehr naiv; Inflation kann tiefgreifenden Schaden anrichten; die Auswirkungen auf die europäischen (einschliesslich der britischen) Terms of Trade und Reallöhne sind Wirklichkeit und unvermeidlich; der schreckliche Abnutzungskrieg in der Ukraine hält an; Chinas Ansprüche an Taiwan haben einen unverhandelbaren Punkt erreicht.

Die Sorgen sind also echt. Doch während uns die vom Geschäftszyklus auferlegten Risiken fast schon vertraut sind, ist die momentane geopolitische Spannung beängstigend neu, wie wir im Juli festgestellt haben.

Sie ist aber nicht definitiv. Eine Wirtschaftskrise beispielsweise ist nicht unvermeidlich; sie ist auch eine Weise, um bald über diese Gehälter-Preis-Spirale zu reden; und «unverhandelbar» bedeutet nicht dasselbe wie «unmittelbar einforderbar». Die Regierungen sind die Nettogewinner in einer Inflation und können es sich leisten, die Energierechnungen ärmerer Haushalte zu zahlen. Das Produktionsleistung dürfte wahrscheinlich eine steigende Tendenz haben: Kapazität ist nicht fest. Die «grosse Resignation» ist nicht mehr aktuell.

Wir haben wahrscheinlich schon dramatischere Flauten erlebt, die noch gar nicht so lange zurückliegen, nämlich während der Pandemie und nach der Großen Finanzkrise. Die Volatilität mag zwar immer noch hoch sein, doch es scheint uns, dass die Märkte inzwischen Konjunkturkrisen stark in ihre Preisgestaltung einbeziehen. In den Kapitalmärkten beginnen implizierte Zinssätze, fast wieder «normal» auszusehen. Taktisch gesehen spricht immer noch viel für Barmittel, doch langfristige, inflationsschlagende Renditen dürften wahrscheinlich mit Aktienbeständen zu erzielen sein – und zwar deutlicher, als es zu Beginn des Jahres der Fall war.

**Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian**  
Global Investment Strategists

Cover: Chinesischer Yuan  
© Gettyimages

Wealth Management  
New Court  
St. Swithin's Lane  
London EC4N 8AL  
+44 20 7280 5000  
rothschildandco.com

© 2022 Rothschild & Co  
Wealth Management

Veröffentlichung: September 2022  
Werte: alle Daten per Mittwoch,  
31. August 2022.

Quellen von Diagrammen und Tabellen:  
Rothschild & Co oder Bloomberg, sofern  
nichts anderes angegeben.

# Eine Wirtschaftskrise ist nicht unvermeidlich

## ENERGIEKOSTEN STELLEN DIE GRÖSSTE GEFAHR DAR ...

Wie wir sehen können, liegt die grösste Wachstumsgefahr in der unausgewogenen Art der heutigen Inflation und nicht in der Geldpolitik (im Gegensatz zu starken gegenteiligen Behauptungen).

Energiepreise steigen im Allgemeinen schneller als Verbraucherpreise, und die Entlohnung hinkt beiden hinterher: Terms of Trade und Reallöhne stehen unter einem sehr hohen Druck. Im Gegensatz dazu liegen die Zinssätze und sogar das Lohnwachstum mit wahrscheinlich einer grösseren Marge als der, von welcher zu Jahresbeginn ausgegangen wurde, immer noch deutlich unter der Verbraucherpreisinflation.

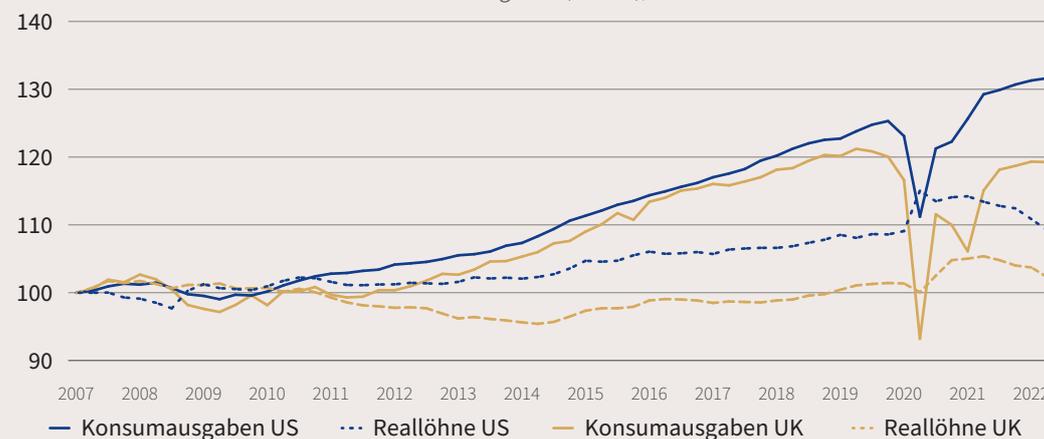
Der Druck, dem Europas Energieversorgung ausgesetzt ist, ist tatsächlich beängstigend. Die Erdgaspreise dürften dieses Jahr durchschnittlich drei- bis viermal höher als im Jahr 2021 ausfallen. Mit der Anpassung der «Energiepreisobergrenze» zeichnen sich im Vereinigten Königreich unerwartet grössere Kosten für die Haushalte ab. In der Europäischen Union dürften sich zu höheren Preisen noch Engpässe und Rationierungen hinzugesellen.

Die zukünftigen Rezessionen werden dabei jedoch kontrollierbarer sein als befürchtet. Eine vom IMF für die EU aufgestellte detaillierte Analyse stimmt mit unseren Überslagsschätzungen, dass die Auswirkungen der Rezession zwei bis drei Prozentpunkte des jährlichen BIPs betragen könnten, überein. Der IMF merkt an, dass die schmerzhaften Folgen dieser Rezession innerhalb der EU ungleichmässig verteilt sind, wobei Deutschland und vor allem Italien stärker darunter zu leiden haben als Frankreich, Spanien und die Niederlande.

Für sich alleine betrachtet würde dies eine zurück gemässigte Rezession bedeuten (die Produktion ging nach der Weltwirtschaftskrise deutlich und noch stärker während der pandemiebedingten Lockdowns). In der Praxis dürfte dieser Einschlag jedoch gedämpft werden: durch die Steuerpolitik, durch Haushalte und Unternehmen, die Einsparungen vornehmen und nach Möglichkeit andere Energiequellen nutzen, und – prosaischer ausgedrückt – durch die allgemeine Lockerheit oder den «Spielraum» sogar in Unternehmen mit relativer Vollzeitbeschäftigung.

## ABBILDUNG 1: AUSGABEN UND LÖHNE KÖNNEN VONEINANDER ABWEICHEN

Durchschnittliche Reallöhne und reale Konsumausgaben (Indexe), 100 = 1. Januar 2007



Quelle: Rothschild & Co, Datastream

### ... DOCH ES SIND DIE AUSWIRKUNGEN, WELCHE GEDÄMPFT WERDEN MÜSSEN

Die zukünftigen Schwierigkeiten, mit welchen insbesondere ärmere Familien zu kämpfen haben werden, machen eine starke staatliche Unterstützung politisch betrachtet zwingend erforderlich. Starke Regierungen können sich dieses leisten; denn sie verfügen in ihren Bilanzen über einen grösseren Spielraum, als es vor (ungefähr) einem Jahr der Fall gewesen wäre.

Regierungen gehören üblicherweise zu denjenigen, welche von einer Inflation profitieren. Sie haben eine weitgehend nominal fixierte Verschuldung (sogar im Vereinigten Königreich, dessen Regierung mehr inflationsgeschützte Anleihen als die meisten anderen Regierungen ausgibt). Bei einem aufgeblähten BIP fallen die Verschuldungsquoten. Anleiherenditen, d. h. die Kosten zur Tilgung dieser Verschuldung, sind nominal betrachtet zwar gestiegen, doch die konventionellen Renditen liegen immer noch weit hinter der Inflation; die Neuverschuldung und Neufinanzierung ist gegenüber dem Bestand an ausstehenden Verbindlichkeiten gering.

Aus diesem Grund wird häufig vorgebracht, dass Regierungen absichtlich eine Inflation auslösen (unsere Antwort hierauf lautet, dass der Einsatz von Inflation zur Senkung der Verschuldungslast so ist, als würde man zur Feuchtigkeitsbekämpfung das Haus anzünden).

Staatliche Unterstützung – ein «Steuerschutz» – und Haushaltsanpassung dürften dabei jedoch noch längst nicht alles sein. Die Verknüpfungen zwischen dem durchschnittlichen Reallohn und den Gesamtausgaben sind in der Praxis lockerer, als es Lehrbücher und ökonometrische Modelle suggerieren. Alleine schon der Rückgang der Gesamtkonsumausgaben bei einer Senkung der Reallöhne hängt beispielsweise von der Frage ab, ob:

- Haushalte bereits ihr gesamtes Haushaltseinkommen aufwenden oder die Möglichkeit haben, weniger sparen zu müssen;
- Haushalte auf ein Vermögen zur Überbrückung zurückgreifen können;
- Haushalte sich bereits für spätere Ausgaben verpflichtet und ihr Budget darauf abgestimmt haben.
- Der Beschäftigungsgrad ändert sich mit dem Pro-Kopf-Lohn.

Im Vereinigten Königreich sind die Reallöhne im letzten Jahr schmerzlich zurückgegangen; nachdem sie nach der Pandemie vielleicht unerwartet angestiegen waren. Es muss vorab die Frage gestellt werden, ob sich die Verbraucher an ein gewisses Lohnniveau gewöhnt haben? Andernfalls dürfte der Spielraum jetzt grösser ausfallen.

Abbildung 1 zeigt die gelegentliche Abweichung zwischen den realen Ausgaben und den Reallöhnen in den Vereinigten Staaten, wobei sie sich sogar manchmal gemeinsam in entgegengesetzter Richtung bewegen (im dargestellten Zeitraum wird ein positives Beschäftigungswachstum aufgezeigt, welches allerdings nicht ausreicht, um die Abweichung zu erklären).

Währenddessen nimmt die Produktionskapazität der Wirtschaft normalerweise zu, da wir gemeinsam hinzulernen und innovieren. Sogar das Arbeitskräfteangebot kann etwas weniger bindend sein, als es durch die derzeitigen niedrigen Arbeitslosenraten suggeriert wird. Viele Berufstätige sind nach der Pandemie aus dem Arbeitsleben ausgetreten, was dazu führt, dass von «Massenentlassungen» gesprochen wird. Wie es häufig der Fall ist, sind die Zeitungskommentare vielleicht etwas voreilig gewesen: Der Rückgang der Erwerbsquoten hat sich umgekehrt, zumindest in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich (den Ländern, aus welchen uns die aktuellsten Angaben vorliegen).

Ein verbessertes Angebot hebt zwar nicht die Auswirkung auf die Energiepreise auf, doch es bietet das Potenzial, dass die Beschäftigung – wenn auch mit historisch immer noch vielen unbesetzten Stellen – die Gesamtkaufkraft stützt. Es trägt ausserdem dazu bei, die Gefahr einer Inflationsspirale und eines letztendlichen Überschliessens der Geldpolitik abzuschwächen.

### FLEXIBLE REALLÖHNE SIND VIELLEICHT GAR NICHT SO SCHLECHT

Einer der Gründe für die Überlegung, dass eine Lohn-Preis-Spirale wie in den 70er Jahren vermieden werden kann, ergibt sich direkt aus dieser Schwäche der Reallöhne (niemand hat behauptet, dass diese Sorgen anhalten müssten). Die Tatsache, dass die Löhne durch Energierechnungen und Lebenshaltungskosten allgemein so stark gedrückt werden, gibt uns eine Vorstellung von dem geringen Risiko einer solchen Spirale.

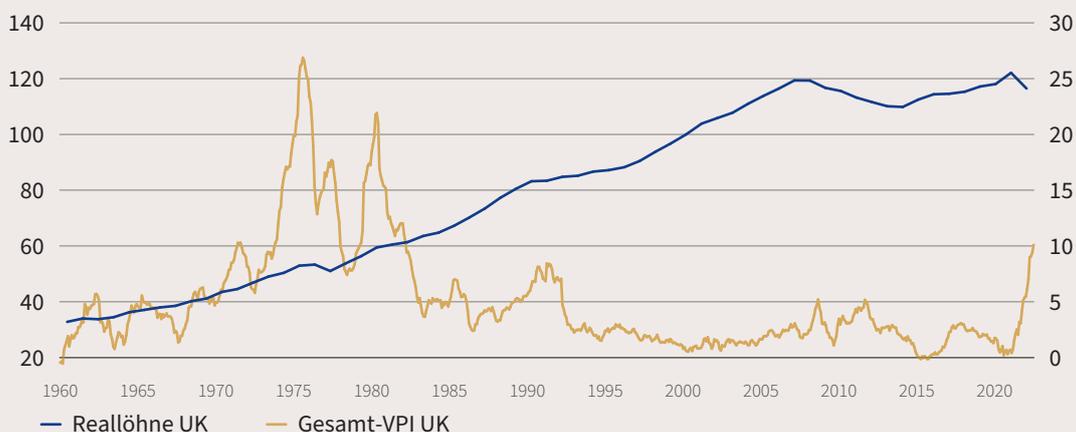
Bei allen Arten von Gründen und nicht nur beim abnehmenden Zusammenhalt der Europäischen Union sind die westlichen Arbeitsmärkte heutzutage wahrscheinlich weitaus flexibler. Vielleicht liegen die Beschäftigungszahlen nicht zufällig wieder höher.

Vor allem im Vereinigten Königreich, dem Paradebeispiel für eine historisch überhöhte Inflationsrate, sind die Reallöhne bereits niedriger als damals (Abbildung 2). In der Vergangenheit gingen die durchschnittlichen Reallöhne nur in einem Jahr zurück, nämlich 1977. Reallöhne wurden damals nicht erfolgreich genug verteidigt, um aktiv den Kampf zu gewinnen. Heute haben sie damit begonnen, sich aus dem Kampf zurückzuziehen – wenn diese Metapher noch zutrifft.

Vielleicht ist die momentane Schwäche nur ein temporärer Rückgang, und die Löhne werden wieder steigen. Die Unzufriedenheit im Arbeitsmarkt wird sich sicherlich weiter ausbreiten, vor allem im Vereinigten Königreich, obwohl die Anzahl an Tagen für Arbeitskämpfe gegenüber der in den 70er Jahren heute sehr gering ist. Beim Anstieg der Energiekosten dürfte es sich eher um eine kurzfristige Spitze als um eine langanhaltende Situation handeln, und viele Beschäftigte akzeptieren stillschweigend, dass, abgesehen von einer Misswirtschaft der Energiegesellschaften, die Hauptursache für die hohen Preise woanders zu suchen ist. Wir zweifeln daran, dass die Löhne wieder steigen werden. Zumindest werden sie solange nicht steigen, bis die Gesamtinflation wieder deutlich zurückgegangen ist.

### ABBILDUNG 2: DIE REALLÖHNE IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH GINGEN IN DEN 70ER JAHREN NICHT HÄUFIG ZURÜCK, TUN ES ABER HEUTE

Durchschnittliche Reallöhne und VPI im Vereinigten Königreich (jährliche Änderung in %, rechts)



Quelle: Rothschild & Co, Bank of England, Datastream



## FINANZIELLE GLAUBWÜRDIGKEIT: ANGESCHLAGEN, ABER NICHT VERLOREN

Nachfolgend bieten wir einen Situationsbericht zu den neuesten Inflationsdaten für Preise und Löhne. Der entscheidende Punkt aus makroökonomischer Sicht ist, dass, wenn das Inflationsrisiko in der Tat weiter ansteigt - auch wenn dies höher und später als erwartet - die Notwendigkeit für eine drastischere geldpolitische Neuausrichtung im Stil von Volcker reduziert wird. Wir sind weiterhin der Annahme, dass die westlichen Inflationsraten letztendlich in einem Bereich von zwei bis vier Prozent einpedeln werden, was zwar bedeutend höher als im letzten Vierteljahrhundert ist, aber materiell gesehen unter dem heutigen Niveau liegt.

Dies mag sich vielleicht unrealistisch anhören, doch sollte man berücksichtigen, dass die Zielgröße (Kerndeflator des privaten Verbrauchs) der amerikanischen Notenbank seit April wieder unter fünf Prozent liegt, und dass einige der ins Auge springenden Schätzungen für die voraussichtliche Inflationsspitze im Vereinigten Königreich angesichts der von der neuen Regierung wahrscheinlich zu treffenden Massnahmen übertrieben sein dürften.

Dennoch haben die heutigen Zentralbanken im Laufe der Entwicklung keinen leichten Stand gehabt (siehe bereits die Juni-Arbeitsunterlage von Ricardo Reis (LSE), *The Burst of High Inflation in 2021–22: How and Why Did We Get Here? [Der Ausbruch der hohen Inflation 2021–22: Wie und warum ist es dazu gekommen?]*). Sie sorgten zwar nicht dafür, dass die Energiepreise stiegen, doch eine Mischung aus Gruppendenken, wissenschaftstheoretischer Naivität und unüberschaubarer Ausmasse veranlasste sie, die Währungsbedingungen in Wirtschaften mit zunehmender Vollbeschäftigung unnötigerweise sich selbst zu überlassen. Was zweifelsohne zu dem Anstieg der Kerninflation beigetragen hat. Die einzige Überraschung bei der überfälligen Haltung des Notenbank-Vorstands bei seinem Wirtschaftspolitik-Symposium in Jackson Hole war der scheinbare Mangel an Betretenheit.

Dennoch ist die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik aus unserer Sicht zwar angeschlagen, aber noch nicht verloren. Inflationserwartungen wie erfasste oder in inflationsgeschützten Anleihen eingebettete Preise haben ihre längerfristige Verankerung noch nicht verloren, und die monetären Bedingungen werden nachträglich schneller gestrafft.

Die Zentralbanken selbst haben den Umfang, in welchem sie ihre Währungskonditionen verschärften müssten, vielleicht noch nicht richtig eingeschätzt, und die in die Finanzmärkte eingepreisten Spitzenleitzinsen sind nur eine Annäherung an das, was wir für «normale» Niveaus halten (sprich vier bis fünf Prozent in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich und vielleicht drei bis vier Prozent in der Eurozone). Es besteht deutlich die Möglichkeit einer weiteren zinssatzgetriebenen Volatilität in den Märkten. Doch wie bereits gesagt, ein weiterer dramatischer Neustart, der die Erwartungen zerstört ist vielleicht nicht nötig.

In der Zwischenzeit sind die Verknüpfungen zwischen Leitzinsen und der Realwirtschaft ziemlich locker, ähnlich wie die Verbindungen zwischen Reallohn und realen Konsumausgaben. Die Löhne mögen zwar den Preisen hinterherhinken, doch sie steigen immer noch auf Sätze, welche über vielen Hypothekenzinsen liegen – welche wiederum häufig festgeschrieben sind (wie es üblicherweise in den Vereinigten Staaten der Fall ist). Die Laufzeit von Unternehmensanleihen hat sich verlängert, und das systemische Risiko dürfte kleiner sein, als es in den Nullerjahren der Fall war: Bankbilanzen werden heutzutage weitaus weniger strapaziert.

Ökonomen behaupten gerne, dass die amerikanische Notenbank für die meisten Rezessionen verantwortlich ist, doch Korrelation ist keine Kausalität: Steigende Zinssätze brauchen die Wirtschaft nicht unbedingt zu schwächen. Doch wie bei allem hängt auch dies von weiteren Faktoren ab.

Bisher orientieren sich vorausschauende Konjunkturumfragen an einer Weltwirtschaft, welche zwar langsamer wird, aber nicht zusammenbricht. Die Unternehmensrentabilität mag zwar Spitzenwerte erreicht haben und die Erwartungen für Unternehmensgewinne dürften weiterhin angepasst werden müssen, doch ein grosser Einsturz liegt nicht vor – nicht zuletzt wegen der Einkommenszunahme im Energiesektor.

«Es kann nicht so schlimm werden» ist kaum ein Aufruf zum Kampf, und es ist schwierig, das Gegenteil zu beweisen. Dabei brauchen die vielen Unsicherheiten, mit denen wir konfrontiert sind, nicht alle vollständig und schnell gelöst zu werden. Die momentane düstere Stimmung ist zwar verständlich, doch sollten Investoren versuchen, sich davon nicht beeinflussen zu lassen: Die Sorgenwand, unabhängig davon, ob wir sie überwinden, sie umstürzen oder einen Tunnel durch sie hindurchgraben, darf Wirtschaften und auch Märkte nicht davon abhalten, sich weiterzuentwickeln.

## WAS BEDEUTET DAS FÜR ANLEGER?

Stärker als im Juni sehen Aktien und sogar auch einige Staatsanleihen nicht mehr besonders teuer aus. Unser konjunkturbedingt angepasstes Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt wieder dicht an seinem Trendverlauf (Abbildung 3), und die in Geld- und Anleihemärkte eingepreisten Zinssätze sind bedeutend gestiegen (Abbildung 4).

Das Ergebnis für Unternehmensgewinne im zweiten Quartal lag sogar über den (gesenkten) Erwartungen. Aber wie bereits erwähnt, sind wir der Meinung, dass diese für den Rest des Jahres 2022 und auch für 2023 immer noch zu hoch sei dürften. Aktienkurse sind volatiliter als Gewinne. Auch da selbst Gewinne eines ganzen Jahres vielleicht nur ungefähr drei Prozent des gegenwärtigen diskontierten Marktwerts ausmachen, und die allgemeinen Aktienpreissefaste ein Viertel unter ihrem Höchstpreis liegen, kann über den Preis eindeutig nicht wirklich Gutes berichtet werden. Weitere Herabstufungen werden den Markt nicht unbedingt davon abhalten, dass er sich wieder erholt.

Die Renditen weiterer Staatsanleihen – insbesondere bei kurzfristigen Anleihen – sind in einen Bereich von zwei bis vier Prozent gestiegen, in dem sich unserer Meinung nach die Inflation in den Vereinigten Staaten und Europa letztendlich einpendeln wird. Die Ertragskurven sind im Allgemeinen abgeflacht, wie es üblicherweise bei abnehmenden Wachstumserwartungen und Zinserhöhungen der Zentralbanken der Fall ist. Diese Kurven sind auf der anderen Seite aber auch gestiegen: Längerfristige Anleihen haben sich nur schwierig verkaufen lassen, während Renditen bei kürzeren Laufzeiten sehr stark gestiegen sind.

Market-Timing ist nicht einfach (wie wir an dieser Stelle häufig anführen). Wir vermuten, dass die Volatilität noch eine Weile anhalten wird: wenn nicht, bis die Weltwirtschaft und Unternehmensgewinne die Talsohle erreicht haben, so doch zumindest, bis die Kerninflationen annehmen lassen, dass das Zinsrisiko seinen Höhepunkt erreicht hat (wobei wir davon ausgehen, dass der Krieg in der Ukraine weder eskalieren noch enden wird, und wir unsere Zweifel daran haben, dass China seine Ansprüche an Taiwan entschieden umsetzen wird – siehe unten). Taktisch gesehen scheint immer noch vieles für Barmittel zu sprechen, denn Barmittel haben eine geringere Volatilität als Aktien und Anleihen.

Aus strategischer Sicht sind wir jedoch der Meinung, dass die großen Aktienindizes bei den heutigen Bewertungen langfristige Renditen bieten, die die Inflation übertreffen, und zwar deutlicher, als dies zu Jahresbeginn der Fall war. Dies würde neben den höheren Anleiherenditen ausreichen, um allgemein positive reale Portfolio-Renditen zu erzielen.

### ABBILDUNG 3: DIE AKTIENBEWERTUNGEN SIND NICHT HAARSTRÄUBEND

Konjunkturbedingt angepasstes Kurs-Gewinn-Verhältnis und Trend, Index für alle Länder



Quelle: Rothschild & Co, MSCI, Datastream

### ABBILDUNG 4: ZINSSATZERWARTUNGEN SIND WEITER GESTIEGEN

Marktimplizierte kurzfristige Zinssätze (in %)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Da Inflations- und Zinsraten im Rahmen einer erhöhten weltweiten Unsicherheit steigen und auseinanderklaffen, werden Wechselkursschwankungen (sozusagen) interessanter. Der Dollar ist gegenüber den meisten wichtigen Währungen gestiegen; das Britische Pfund und insbesondere der Yen sind grösstenteils gefallen, und Marken einiger langjähriger Trading-Ranges wurden jetzt gebrochen (im Gegensatz zu dem, was wir zuletzt geschrieben haben).

Währungsgeschäfte sind zeitlich jedoch noch schwieriger zu planen als andere, und die Eigenkapitalanteile von Multi-Asset-Portfolios bieten über die globale Ausrichtung der grössten Unternehmen einen Grad an eingebauter Währungsdiversifikation. Der Dollar ist teuer, sogar unter Berücksichtigung seiner geringeren Inflation. Wir brauchen mehr Überzeugung, um einen direktionalen Trade an dieser Stelle empfehlen zu können: Devisengeschäfte stellen keine zuverlässige Quelle für langfristige Renditen dar (obwohl ausdrückliche Sicherungsgeschäfte beim Umgang mit Volatilität sehr nützlich sein können).

Die letzten Investitionsüberlegungen dieses Monats sollen Rohstoffen gewidmet werden. Wir haben für lange Zeit die Aussage aufrechtgehalten, dass Rohstoffe keine sichere Inflationsabsicherung und nicht so zugänglich sind, wie es scheinen mag. Diese Ansicht liess sich unmittelbar nach dem Einfall der Russen eine Zeitlang schwieriger aufrechterhalten. Sechs Monate später müssen wir nun feststellen, dass mit Ausnahme des Energiepreises – wobei die Ölpreise nur leicht gestiegen sind – die meisten Rohstoffe, einschliesslich natürlich Gold und Silber, bei den grossen Aktienindizes gefallen sind.

Engpässe bei strategischen Mineralien und Metallen werden zweifelsohne weiterhin ab und zu stark schmerzen. Doch bis zum Ausbruch einer Autarkie sind wir der Meinung, dass eine Mischung aus Sondierung, Innovation, Anpassung und Substitution malthusianische Handelsgeschäfte weiterhin zu einem teuren Fehler für langfristige Investoren macht. Dies setzt wiederum voraus, dass sie überhaupt umgesetzt werden können.



# Update zur Inflation

Die Gesamtinflationen betragen zurzeit 7,7 Prozent (y/y) in entwickelten Märkten und 10,1 Prozent in Wachstumsmärkten (14,8 Prozent ohne China) und sind vielleicht an einem Wendepunkt angelangt (Abbildung 5). Gemäss dem Index für die Versorgungskettenbelastung der Notenbank New York ist die Belastung der globalen Versorgungskette – ein Faktor, der bedeutend zur Waren-Preis-Inflation beiträgt – zurückgegangen (Abbildung 6). Die allgemeinen Rohstoffpreise (ausser für Energie) liegen unter ihren YTD-Höchstniveaus. Die internationalen Lebensmittelpreise sind gemäss der US-amerikanischen Welternährungsorganisation in den letzten fünf aufeinanderfolgenden Monaten gefallen.

Zwischen den einzelnen Regionen mag es dabei insbesondere zwischen den Vereinigten Staaten und Europa und auch dem Vereinigten Königreich und der Eurozone jedoch grössere Abweichungen geben.

In den Vereinigten Staaten ging die Gesamtinflation im Juli auf 8,5 Prozent zurück und lag damit zum ersten Mal seit 18 Monaten unter den Erwartungen. Die rückgängigen Energiepreise waren der Hauptauslöser für einen schwächeren Gesamtstand, obwohl die Preisbelastung in der Kategorie «Waren» ebenfalls nachgelassen hat. Auch die US-amerikanischen Benzinpreise, welche über 50 Prozent des Energiewarenkorbs ausmachten, sind im August gesunken, was eine weitere Desinflation in diesem Bereich zumindest in unserer nächsten Marktausblick-Ausgabe vermuten lässt.

Die europäische Preisdynamik andererseits sieht beunruhigender aus. Der Gesamt-VPI stieg im Vereinigten Königreich auf über zehn Prozent im Juli und könnte sich in der ersten Hälfte des nächsten Jahres weiterhin in einem zweistelligen Bereich befinden (dies hängt jedoch von den Plänen der neuen Regierung in Bezug auf die Preisobergrenze ab, welche nicht länger als selbstverständlich betrachtet werden kann). So dürfte auch die Inflation in der Eurozone in der nächsten Zeit stark von höheren Energiepreisen beeinflusst werden: Die Erdgaspreise sind, wie bereits erwähnt, stark gestiegen obwohl sie in der letzten Zeit wieder etwas zurückgegangen sind. In Deutschland ist dies bereits deutlich zu sehen; hier sind die Folgejahr-Grundlaststrompreise im letzten Monat um 70 Prozent gestiegen (einen Teil dieser Preiserhöhung werden unweigerlich die Verbraucher zu spüren bekommen).

**ABBILDUNG 5: GESAMTINFLATIONS-RATEN IN ENTWICKELTEN UND WACHSTUMSMÄRKTEN**  
Jährliche Änderung (in %)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg  
Fussnote: Es wurden regionale Inflationsratenreihen aufgestellt, wobei ein BIP-gewichteter Durchschnittswert des VPI-Gesamtsatzes der verschiedenen Länder zugrunde gelegt wurde.

**ABBILDUNG 6: INDEX FÜR DIE VERSORUNGSKETTENBELASTUNG**  
Standardabweichungen vom Durchschnittsindex



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Federal Reserve Bank of New York

In Asien bleibt der Inflationsdruck währenddessen eher bescheiden. Die Gesamtinflation in Japan nähert sich 3 Prozent, während die Inflationsrate in China gegenüber historischen Trends gemässigt erscheint: Die Gesamtinflation stieg auf 2,7 Prozent im Juli, was auf die gestiegenen Schweinefleischpreise zurückzuführen ist. Die Kerninflation blieb jedoch unter 1 Prozent.

Für die Vereinigten Staaten und Europa wird es unserer Ansicht nach noch einige Zeit dauern, bis die Inflation wieder in einen Bereich von zwei bis vier Prozent zurückgeht, und sogar noch länger, bis sie wieder dauerhaft auf das Zentralbankziel, nämlich 2 Prozent, zurückkehrt. Da die Preise der meisten offensichtlichen Übergangskomponenten (Energie und Lebensmittel) zurückgehen, wird die Aufmerksamkeit wieder auf Lohnwachstum, die wichtigste Determinante für eine fortschreitende Kerninflation, gerichtet werden.

**ABBILDUNG 7: DAS NOMINALLOHNWACHSTUM KANN ERHÖHT AUSFALLEN ...**

Jährliche Änderung (in %)



**ABBILDUNG 8: ... DOCH DAS REALLOHNWACHSTUM IST NEGATIV**

Jährliche Änderung (in %)

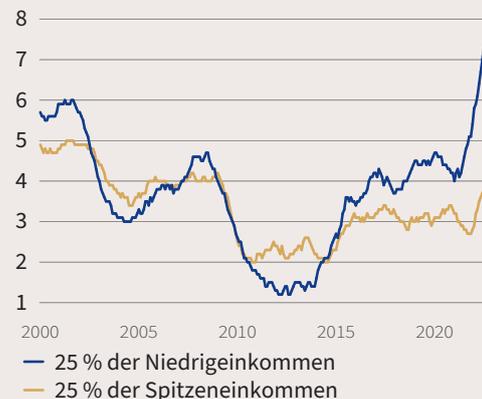


Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Fussnote: Reallohnwachstum = Nominallohnwachstum - Gesamtinflationen. Wir haben für die Vereinigten Staaten die durchschnittlichen Stundenlöhne des US-Büros für Arbeitsstatistik (BLS), für das Vereinigte Königreich die durchschnittlichen Wochenlöhne (ohne Bonuszahlungen) der britischen Statistikbehörde (ONS) und für die Eurozone den Tariflohnindikator der Europäischen Zentralbank (ECB) zugrunde gelegt.

**ABBILDUNG 9: GERINGES LOHNWACHSTUM VERSUS HOHES LOHNWACHSTUM IN DEN VEREINIGTEN STAATEN**

Jährliche Änderung (in %)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Federal Reserve Bank of Atlanta (Notenbank von Atlanta)

**ABBILDUNG 10: STELLENANGEBOTE UND ERWERBSBETEILIGUNG IN DEN VEREINIGTEN STAATEN**

Links: in Mio., rechts: %



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, US Bureau of Labor Statistics (US-Büro für Arbeitsstatistik)



Entsprechend wird allgemein von einer sich festigenden Lohn-Preis-Spirale gesprochen, in welcher sich Löhne und Preise gegenseitig auf immer höhere Niveaus schaukeln. Vor dem Hintergrund eines angespannten Arbeitsmarktes hat das Lohnwachstum in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich (und sehr bescheiden in der Eurozone) tatsächlich wieder an Fahrt gewonnen. Das Lohnwachstum liegt jedoch deutlich hinter unter dem der Gesamtpreisinflation (Abbildung 7). Das Reallohnwachstum ist in allen drei Regionen nachdrücklich negativ (Abbildung 8).

Es besteht immer die Möglichkeit, dass das Reallohnwachstum im nächsten Jahr wieder in Schwung kommt, insbesondere wenn Inflationsraten zu steigen beginnen und dadurch eine sich selbst verstärkende Preisspirale auslösen. Dies kann aber vermieden werden.

Lohnbelastungen scheinen (zumindest in den Vereinigten Staaten) nicht breitflächig angelegt zu sein. Die Löhne für Besserverdienende sind nur mässig gestiegen und liegen deutlich unter den Wachstumsraten vor der Finanzkrise (Abbildung 9). Stattdessen haben die Löhne für untere Einkommensgruppen verständlicherweise am meisten zugelegt, was vielleicht auf einen Arbeitskräftemangel in einigen wichtigen einkommensschwachen Sektoren wie Gastronomie zurückzuführen ist. Dieses Wachstum kann bei einer Erholung der Beschäftigungsdaten jetzt wiederum am schnellsten nachlassen.

Zweitens zeigt das Ungleichgewicht zwischen Arbeitskräftenachfrage und -angebot mit nachlassender Nachfrage zaghafte Anzeichen eines Rückgangs. Die Daten für Stellenangebote in den Vereinigten Staaten, anhand derer die Arbeitskräftenachfrage festgestellt werden kann, zeigen anscheinend einen Rückgang (Abbildung 10). Einzelne Firmen haben vor nachlassenden Neueinstellungen (und sogar vor einem Abbau der bestehenden Arbeitnehmerzahl) gewarnt. Wenn der Arbeitsmarkt tatsächlich bereit ist, sich etwas zu entspannen – worin schliesslich das Ziel einer strengeren Geldpolitik besteht –, dann müsste der Nachfrageüberschuss zurückgehen und damit die Wahrscheinlichkeit einer greifenden Lohn-Preis-Spirale sinken.

Abschliessend ist es wichtig, sich die strukturellen Differenzen gegenüber den 1970er Jahren, in denen sich eine Lohn-Preis-Spirale festigte, vor Augen zu führen. Wie in unserer Juli-Ausgabe von «Marktausblick» erörtert, ist der gewerkschaftliche Organisationsgrad heutzutage weitaus geringer. In den Vereinigten Staaten beispielsweise gehören nur noch zehn Prozent der Arbeitnehmer einer Gewerkschaft an, während es 1970 noch fast dreimal so viele waren. Doch das weltweite Arbeitskräfteangebot wurde durch die Berufstätigen Chinas auf wirksame Weise zusätzlich erhöht; es hat eine Verschiebung in Richtung immaterieller (einschliesslich digitaler) Produktion und kürzlich auch in Richtung Telearbeit gegeben, was ebenso zu einer grösseren Atomisierung (sprich Wettbewerbsfähigkeit) des Arbeitsmarktes geführt hat. Wenn sich die Arbeitskräftenachfrage einpendelt, dürfte diese zu einer relativ vollen Auslastung führen.



# Der politische Kalender

Die letzten Monate des Jahres 2022 zeigen mehr Aktivitäten als gewohnt. Die neue britische Premierministerin wird sich einarbeiten, in Italien stehen Wahlen an, in China die Wahlen zum Nationalkongress und in den Vereinigten Staaten die Zwischenwahlen.

Die neue britische Premierministerin Liz Truss hat bereits die oben genannte politische Notwendigkeit anerkannt; Details hingegen müssen noch festgelegt werden. Doch ihre Regierung dürfte in Kürze weitere bedeutende Unterstützungsmaßnahmen für Haushalte einführen, welche ansonsten bis Januar 2023 mit einer voraussichtlichen Vervierfachung der durchschnittlichen Energierechnungen konfrontiert wären. Weitere mögliche Initiativen bestehen in einer aggressiveren Haltung gegenüber der EU in Bezug auf Handel mit Nordirland, einer Verpfändung der britischen «Covid»-Verschuldung sowie in einer Überarbeitung des Mandats der Bank of England. All dies ist vor dem Hintergrund eines umfassenderen Versuchs zu sehen, den Schwerpunkt der Wirtschaftsstrategie des Vereinigten Königreichs wieder auf Wachstum zu legen und von der (vermeintlichen) Einkommensumverteilung Abstand zu nehmen.

Die gängige Meinung geht davon aus, dass Liz Truss den herausforderndsten «Posteingang» aller bisherigen neubeginnenden Premierminister hat. Zynische Beobachter könnten anmerken, dass dies besser sei, als Rückenwind zu erben: Es könne vielleicht nur besser werden (nicht aus unserer Sicht – zum Teil deshalb, weil wir nicht die beliebte Weltuntergangssicht auf die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs teilen). Sie könnten auch anführen, dass es, wie es für britische Premierminister typisch ist, die in letzter Zeit den Londoner Bussen ähneln [die also kommen und wieder gehen], auf alle Fälle nicht lange ihr Problem (oder ihre Chance) sein würde.

In Europa brachte Mario Draghis kurze Amtszeit als Premierminister Ruhe in das italienische Politikleben. Die zerrüttete Parteienkoalition wurde zunächst durch die Entscheidung der «Fünf-Sterne-Bewegung» erschüttert, dem Premierminister im Sommer zu entziehen. Die zunehmende Möglichkeit einer sogar noch euroskeptischeren Koalition, die an die Macht kommen könnte, nämlich einer Kombination aus der Lega, den «Fratelli d'Italia» (Brüder Italiens) und Berlusconi's Partei «Forza Italia» (Vorwärts Italien), schürt die Angst, dass die politische Integration dieses Zusammenschlusses gefährdet sein und es wahrscheinlich zu einer Zersplitterung kommen könnte.

Während die Europäische Kommission besorgt sein mag, halten sich die Fremdkapitalkosten der peripheren Regierung in Grenzen. Der Renditeabstand (Spread) zwischen den italienischen Staatsanleihen (BTP-Anleihen) und den deutschen Safe-Haven-Anleihen (Bundesanleihen) hat sich auf 240 Basispunkte erhöht, wird aber immer noch von historischen Standards gedämpft (für mehr Hintergrundinformationen: Die Anleihen erreichten während der Verschuldungskrise der Eurozone im Jahr 2011 mit 550 Basispunkten ihren Höhepunkt).

Die rechtzeitige Einführung des Übertragungsschutztools Transmission Protection Tool, TPI) der EZB, das zur Reduzierung der Spreads an der Peripherie entwickelt wurden war, dürfte ebenfalls eine implizite Sicherung bedeuten, da mit dem Tool entstehende Fremdkapitalkosten gesenkt werden.

Wie auch immer sich die Koalition zusammensetzen wird, es scheint wie schon an früherer Stelle voreilig, von «Quitaly» zu reden.

Weiter entfernt, aber wohl näher an seinem eigenen Land orientiert, was das Portfolio betrifft, sieht sich der chinesische Präsident Xi Jinping seiner bislang härtesten Bewährungsprobe gegenüber: Chinas Wirtschaftswachstum ist angesichts des erneuten Ausbruchs der Covid-Krise, eines stagnierenden Immobilienmarktes und zunehmender systemischer Risiken ins Stocken geraten. Die Verschärfung dieses makroökonomischen Drucks hat die Investorenstimmung nach dem schädigenden behördlichen Durchgreifen im Jahr 2021 weiterhin verschlechtert: Chinas international investierbarer Aktienmarkt ist seit Dezember 2020 um fast 40 Prozent gesunken.



Im Oktober wird Chinas kommunistische Partei den 20. Parteitag einberufen, was eine Nagelprobe für Jinpings Popularität werden dürfte. In China wird der Nationalkongress für einen Zeitraum von fünf Jahren gewählt und ist für die Ernennung des Präsidenten und des Vizepräsidenten verantwortlich. Jinpings politische Ambitionen sind wohlbekannt, und er scheint darauf zu setzen, sich nach der erfolgreichen Aufhebung der verfassungsgemässen Einschränkungen im Jahr 2018 eine dritte Amtszeit sichern zu wollen. Seine langfristigen strategischen Absichten für China dürften jedoch mit anhaltenden globalen Auswirkungen verbunden sein. Chinas ehemaliges Wirtschaftsmodell, in welchem der Schwerpunkt unablässig auf häufig durch Investitionen und Schuldenfinanzierung angetriebenes Wachstum gelegt wurde, hat sich in Richtung einer Betonung von «nationaler Wiedergeburt» entwickelt, welche sich auf einheimische Industrie, wirtschaftlichen Nationalismus, breiter angelegte Vorsorge und grössere Gleichheit konzentriert.

Chinas grösste und weltweit möglicherweise disruptivste Ambition ist sein langjähriger Anspruch auf Taiwan. Die Inbrunst und Konsistenz, mit welcher Chinas Regierungspartei diese Ansicht aufrechthält, sowie der historische Kontext werden vielleicht nicht immer vom Westen anerkannt. Die jüngsten diplomatischen Delegationen der Vereinigten Staaten mit den entsprechenden Kommentaren des US-Präsidenten haben die Stimmung aufgeheizt.

Chinas Wirtschaftsaufstieg wird häufig überschätzt, aber die chinesische Wirtschaft spielt auf eine Weise eine sehr wichtige Rolle, wie es Russland nicht tut. Andersherum ist jedoch auch die Weltwirtschaft für China wichtig, dessen materieller Fortschritt viel dazu beigetragen hat, die Herrschaft der kommunistischen Partei zu sichern. Unserer Meinung nach zielen die Aktionen dieser Partei auf eine Erklärung ihrer Absichten und nicht auf eine Demonstration derselben ab.

Im November werden in den Vereinigten Staaten die baldigen Zwischenwahlen abgehalten, bei welchen die politischen Strömungen einen von den Republikanern gesteuerten US-Kongress begünstigen. Der Präsident, dessen Popularität oft ein Barometer für die Wahlergebnisse ist, hatte in den letzten 18 Monaten eine zunehmende Anzahl an Schwierigkeiten zu bewältigen gehabt: eine festgefahrene Gesetzgebungsagenda, schwindende Zustimmungswerte (welche zu den niedrigsten in der ersten Amtszeit eines Präsidenten gehörten), parteiinterne Politik wie einen aufständischen Joe Manchin, der nach wie vor nicht bereit ist, sich der Parteilinie anzuschließen, und vor allem die Entwicklung weitaus dringenderer Probleme, nämlich Inflation und eine nachlassende Wirtschaft.

Mit der Verabschiedung von zwei Rechtsvorschriften, nämlich des US-Bundesgesetzes «CHIPS and Science Act» zur Förderung einheimischer Halbleiterfertigung und Forschung, und des irreführend als «Inflation Reduction Act», Inflationssenkungsgesetz, bezeichneten US-Bundesgesetzes, welches einige Initiativen für umweltfreundliche Energie kombiniert, sich teilweise mit dem heiklen Thema der überhöhten Medikamentenpreise befasst und einige (Unternehmens-)Steuererhebungsmassnahmen enthält, hat sich die Situation vor einigen Wochen möglicherweise gebessert. Letzterer Gesetzesentwurf bedeutet gleichzeitig einen Triumph für Biden dort, wo seine Vorgänger scheiterten: Weder Clinton noch Obama gelang es, während ihrer Amtszeit eine Klimagesetzgebung zu verabschieden.

Diese legislativen Erfolge ändern zwar nicht die konjunkturbedingten Gegenwinde, welche nach wie vor die Einstellung der Wähler beeinflussen. Doch die jüngsten Sonderwahlen, bei denen es sich hauptsächlich um Vorwahlen zum US-Kongress handelt, deuten darauf hin, dass die Demokraten besser abgeschnitten haben, als die jüngsten Umfragen vermuten lassen. In einigen «Swing States» schafften es die republikanischen Kandidaten nicht, so viel Barmittel wie der demokratische Amtsinhaber aufzutreiben. Dies mag zwar keine zuverlässige Voraussage für einen wahrscheinlichen Wahlerfolg sein, doch wird dadurch suggeriert, dass der Wahlausgang für die Demokraten vielleicht nicht ganz so schmerzhaft sein wird. Angesichts der Tatsache, dass der Erzpöpliker beobachtet und wartet, steht 2024 viel auf dem Spiel.

# 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	3.2	-12.7	-7.9
10-J.-US-Gilt	2.8	-13.9	-14.1
10-J.-Bundesanleihen	1.5	-13.8	-16.0
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	0.8	-7.7	-12.2
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.2	-1.6	-3.3
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	3.1	-10.0	-6.3
Globale Anl.: Hochzins (USD)	9.0	-13.3	-1.5
EM (USD)	7.0	-17.7	-10.0

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

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

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.3	-11.8	30.0
DM	2.2	-11.3	32.1
EM	3.2	-15.8	15.6
US	1.6	-13.5	39.8
Eurozone	3.4	-15.4	9.2
UK	4.0	9.2	13.5
Schweiz	2.9	-12.0	12.7
Japan	2.5	2.3	39.9

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## SELECTED EXCHANGE RATES

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	117.4	10.2	5.3
Euro (EUR)	123.6	-4.2	-0.8
Yen (JPY)	76.3	-15.1	-22.1
Pfund (GBP)	78.8	-3.3	4.6
Schweizer Franken (CHF)	178.5	6.9	10.2
Chin. Yuan (CNY)	145.8	5.6	14.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	290	33.1	70.5
Brent Rohöl (\$/b)	96.5	32.2	59.7
Gold (\$/oz.)	1,711	-5.7	12.5
Industriemetalle (1991 = 100)	330.3	-5.0	35.9
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	25.9	57.0	36.3
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	124.8	109.7	43.7

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per  
30. August 2022.

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 Informations- und Marketingzwecken und nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers herausgegeben. Es darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden, sofern Rothschild & Co Wealth Management UK Limited dem nicht im Voraus ausdrücklich schriftlich zugestimmt hat. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist.

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

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

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

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

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

Zur Rothschild & Co Gruppe gehören unter anderem folgende Vermögensberatungsgesellschaften:

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

Rothschild & Co Bank International Limited. Sitz der Gesellschaft: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. 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.