



MARKTAUSBLICK | DEZEMBER 2022

Der wirtschaftliche Nebel lichtet sich



Vorwort

Wir beobachten nicht zum ersten Mal, wie gleichgültig die Märkte allgemeinen humanitären Problemen gegenüberzustehen scheinen und sich ausschließlich auf die Ergebnisse erwarteter Rentabilität und Zinssätze konzentrieren. Aber vielleicht ist die Welt im Jahr 2022 zum ersten Mal seit dem Waldspaziergang der Präsidenten Reagan und Gorbatschow wesentlich gefährlicher geworden. Die Supermächte von heute stehen sich gegenüber, und mit Blick auf das Jahr 2023 ist das geopolitische Risiko zu groß, als dass die Märkte es ignorieren könnten.

Die Probleme infolge der Kriegshandlungen in der Ukraine sind schlimm genug, scheinen aber beherrschbar zu sein. Nach dem Winter kann die Welt auf russische Energie verzichten, und der Konflikt selbst ist nicht so eskaliert, wie er hätte eskalieren können. Aber wirtschaftliche oder (Gott bewahre) militärische Spannungen im Zusammenhang mit Chinas Anspruch auf Taiwan stellen ein Risiko ganz anderer Größenordnung dar - für uns der beängstigendste Aspekt der derzeit ungewöhnlich hohen Sorgenwand.

China wird seine Ansprüche niemals aufgeben, und der US-Präsident scheint nicht in der Lage zu sein, dieses schwierige Thema differenziert anzugehen. Und da China für die Welt viel wichtiger als Russland ist, lassen Sanktionen in diesem Zusammenhang an ein „Gleichgewicht des wirtschaftlichen Schreckens“ denken.

Allerdings ist eine Schlussfolgerung, dass das augenscheinliche Einlenken von Präsident Xi in Bezug auf die Covid-Maßnahmen eine tiefgreifendere Kehrtwende bei der Kontrolle des Staates bedeuten könnte, eher realitätsfern. Die liberale Demokratie ist vielleicht immer noch das einzige System, das auf lange Sicht funktioniert - wir haben die Idee vom „Ende der Geschichte“ nie geglaubt - aber diese Zeit könnte in der Tat sehr lang sein.

Die gute Nachricht ist jedoch, dass China weiß, was auf dem Spiel steht, und, anders als Russland, in erster Linie eigene Interessen verfolgt. Wir denken, dass die Volksrepublik geduldig bleiben wird: Nicht verhandelbar bedeutet nicht, dass der Anspruch unmittelbar umsetzbar ist. Die Lage mag angespannt bleiben, muss sich aber nicht weiter verschärfen. Und auch in einer Welt, in der ein Gleichgewicht des Schreckens Teil des Szenarios ist, kann es „Business as usual“ geben - und so war es auch.

Damit bleibt die altbekannte, aber drängende Frage, ob die Inflation ohne einen wirtschaftlichen Einbruch abebben kann. Aber hier könnte sich der Nebel lichten, und unsere Auffassung ist, dass das möglich ist. Wir möchten Ihnen nachfolgend unsere Überlegungen vorstellen, zusammen mit unserer üblichen Einschätzung der Inflation - und einem Rückblick auf die COP27, bei der sich das Verhältnis von Vermeidung zu Anpassung im Rahmen der kollektiven Reaktion auf den Klimawandel weiter entwickelt hat.

Wir wünschen unseren Lesern ein friedliches Weihnachtsfest und ein Frohes Neues Jahr.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Globale Anlagestrategen

12. Dezember 2022

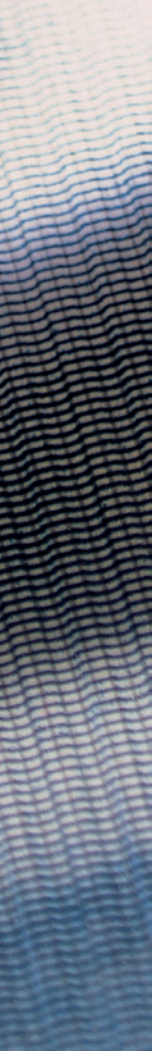
Bildquellen: Swiss francs
© Gettyimages

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

© 2022 Rothschild & Co
Wealth Management

Datum der Veröffentlichung:
Dezember 2022.
Daten: alle Angaben per 12.
Dezember 2022.

Quellen für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co oder Bloomberg
(sofern nicht anders angegeben).



Der wirtschaftliche Nebel lichtet sich

KONJUNKTUREINBRUCH: NICHT ERFORDERLICH, NICHT WAHRSCHEINLICH?

Wie weit müssen sich Volkswirtschaften abschwächen, damit die Inflation sinkt? Scheinbar haben die Teuerungsraten in den USA und Europa ihren Höhepunkt erreicht: siehe unten. Allerdings bleibt abzuwarten, wie stark die Wirtschaft einbrechen muss, damit sie tief und schnell genug fällt, um den Zentralbanken die Möglichkeit zu geben, die Zinsen 2023 nicht mehr anzuheben - und die Investoren zumindest in dieser Hinsicht aufatmen zu lassen.

Bislang sind die Volkswirtschaften der USA und Europas im Wesentlichen weiter gewachsen, und auch die Arbeitslosigkeit ist historisch niedrig. (China durchläuft eine andere Phase des Konjunkturzyklus - das Land verzeichnet zwar kaum Inflation, leidet aber unter anhaltenden Problemen im Immobiliensektor und der Kontrolle von Covid-19, auch die höhere langfristige Wachstumsrate hat sich abgeschwächt, verzeichnete aber 2022 immer noch eine robuste Expansion).

Konjunkturumfragen lassen jedoch eine weitere Abkühlung im neuen Jahr erwarten, und die Gefahr einer Rezession (eine Phase, in der das BIP nicht nur sinkt, sondern auch kontrahiert) steht auf beiden Seiten des Atlantiks weiterhin im Raum.

Aus unserer Sicht ist die entscheidende Frage nicht, ob es zu einer Rezession kommen wird oder nicht. Es geht vielmehr darum, inwieweit uns ein gravierenderer Abschwung bevorsteht, der weitreichender ist als die „typische“ Rezession, wie sie bereits seit dem Frühjahr prognostiziert wird. Wir halten einen solchen Einbruch weder für notwendig noch für wahrscheinlich. Eine Abkühlung kann auf unterschiedlichen Wegen zustande kommen - und nicht alle sind gleich schmerzhaft.

DAS AKTUELLE INFLATIONSSZENARIO: SCHWACHES ANGEBOT, STARKE NACHFRAGE ...

Eine Inflation ist normalerweise Ausdruck eines Ungleichgewichts zwischen den Einflussgrößen für das gesamtwirtschaftliche Angebot und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, oder anders formuliert, der Überschuss reger Nachfrage gegenüber begrenztem Angebot. Sie sollte nachlassen, wenn die Treiber für das Angebot wieder anziehen und/oder die Kräfte, die für die Nachfrage verantwortlich sind, abflauen.

Leider können wir den Überschuss nicht genau messen, so verwenden wir häufig Produktionsabweichungen vom Trend und Änderungsraten als Orientierungshilfe. Während wir also die Inflation theoretisch auf Grundlage von Aktivitätsniveaus beschreiben, verfolgen wir sie praktisch oft anhand von *Änderungsraten*.

Auf beiden Seiten des ökonomischen Gleichgewichts gab es in letzter Zeit Fehlentwicklungen. Der gegenwärtige Inflationsschub ist das Ergebnis einer Mischung aus Versorgungsgespässen nach der Pandemie, verstärkt durch steigende Energiekosten und Störungen infolge von Russlands Einmarsch in der Ukraine, und einer Erholung der Gesamtnachfrage, die durch eine leichtfertige Geldpolitik (unnötig günstige Zinssätze und Liquiditätsbereitstellung) noch angeheizt wurde.

... UND DAS ANGEBOT KANN SICH VERBESSERN, SELBST BEI NACHLASSENDER NACHFRAGE

Mit Blick in die Zukunft, wenn die Wiederbelebung der Angebotsseite zusammen mit einer abflauenden Nachfrage zur Eindämmung der Inflation beiträgt, verringert sich die Wahrscheinlichkeit einer deutlichen Konjunkturabschwächung, eines großen wirtschaftlichen Einbruchs.

Bei steigender Inflation ist das Angebot der Hemmschuh, und wenn der Nachfrageüberhang (oder die *Wachstumsrate der Nachfrage* die *Wachstumsrate des Angebots* übersteigt) dadurch abgebaut wird, dass der Hemmschuh aufholt, ist es weniger wahrscheinlich, dass sich die Produktion verlangsamt oder gar fällt. Der Nachfragedruck sinkt, während die Kapazitätsreserven oder der Überhang zunehmen - aber nur, weil die normale Kapazität steigt, und nicht, weil die Nachfrage nach dieser Kapazität sinkt.

Entschuldigen Sie, dass ich so weit aushole (und die Metaphern vermische), aber das Ganze lässt sich mit dem Abstand zwischen zwei Läufern in einem Rennen erklären. Der Abstand kann sich verringern, wenn der langsamere Läufer aufholt - dann steigt die Durchschnittsgeschwindigkeit - oder wenn der führende Läufer langsamer wird - dann sinkt sie. Wenn der führende Läufer langsamer und der Verfolger schneller wird, ändert sich ihre Durchschnittsgeschwindigkeit nicht.

Natürlich ist diese Darstellung sehr komprimiert, und wie wir bereits viele Male festgestellt haben, ist es eine Sache, mit Überzeugung zu sagen, dass die Inflation ein Ausdruck eines Nachfrageüberhangs ist - „zu viel Geld jagt zu wenig Waren“ - und eine ganz andere, zu behaupten, dass wir sie mit großer Zuversicht verfolgen, prognostizieren oder feinsteuern können. Zentralbanker aufgepasst!

Bislang war die Angebotsverknappung hauptsächlich am Anstieg der Rohstoff- und Warenpreise zu beobachten, wo mittlerweile bereits eine gewisse Normalisierung festzustellen ist (wie es häufig der Fall ist). Auch die logistischen Probleme wie u.a. Frachtkosten und Überlastungen der Häfen haben sich entspannt, und wenn China seine Covid-19-Maßnahmen lockert, könnte sich die Lage weiter verbessern.

Das zunehmend wichtigste Engpassproblem scheint jedoch der Arbeitskräftemangel zu sein. Und da Arbeit selbst im verarbeitenden Gewerbe der wichtigste Produktionsfaktor ist, wird der Kampf um die Kontrolle der zugrundeliegenden oder langfristigen Inflation größtenteils hier ausgetragen werden.

EIN FLEXIBLERER ARBEITSMARKT...

Der Arbeitsmarkt ist jedoch möglicherweise nicht ganz so angespannt, wie es scheint. Einige Wirtschaftszweige, unter anderem Handel, Transportwesen, Hotel- und Gaststättengewerbe und die Unterhaltungsbranche, haben zu kämpfen, und zwar offenbar in einem Großteil der Industrieländer (d.h. nicht nur im Vereinigten Königreich nach dem Brexit). Vielen anderen Branchen geht es jedoch besser. Einige Engpässe könnten mehr strukturell als konjunkturell bedingt und durch Veränderungen der Geschäftsmodelle und relativen Lohnkosten verursacht sein.



Wie können wir behaupten, dass der Arbeitsmarkt nicht so angespannt ist, wenn sich anscheinend schon Arbeitskämpfe abzeichnen? Tatsächlich sind die Streiks, die wir aktuell erleben, nicht weit verbreitet. Sie beschränken sich hauptsächlich auf den öffentlichen Dienst und sind eher sporadisch als kontinuierlich. Historisch gesehen ist die Zahl der aufgrund von Tarifkonflikten verlorenen Arbeitstage zwar deutlich höher als in den letzten Jahren, im Vergleich zu den alltäglichen Arbeitsniederlegungen der 1970er Jahre, in denen die Lohn-Preis-Spirale zum letzten Mal eine Realität war, jedoch gering (Abbildung 1).

Zudem sind die heutigen Streiks größtenteils defensiver Natur. Hier im Vereinigten Königreich, wo Arbeitsunruhen in der Vergangenheit keine Seltenheit waren, sind die durchschnittlichen Reallöhne bereits stärker gesunken als in den gesamten 1970er Jahren. Damals zogen die Löhne die Inflation nach oben - die Reallöhne tendierten nach oben - während sie heute hinterherhinken.

Das ist eigentlich auch nicht überraschend, denn wenn die Löhne dramatisch ansteigen würden, gäbe es keine „Krise der Lebenshaltungskosten“.

Auch hier könnten strukturelle Faktoren eine Rolle spielen. Hier im Vereinigten Königreich wurden Pflegekräfte möglicherweise schon immer nicht angemessen bezahlt, selbst bevor die Inflation ihren Reallohn schmälerte. Das Bemerkenswerte am Arbeitsmarkt der Industrieländer im weiteren Sinne ist jedoch, wie ruhig es dort bisher zugegangen ist.

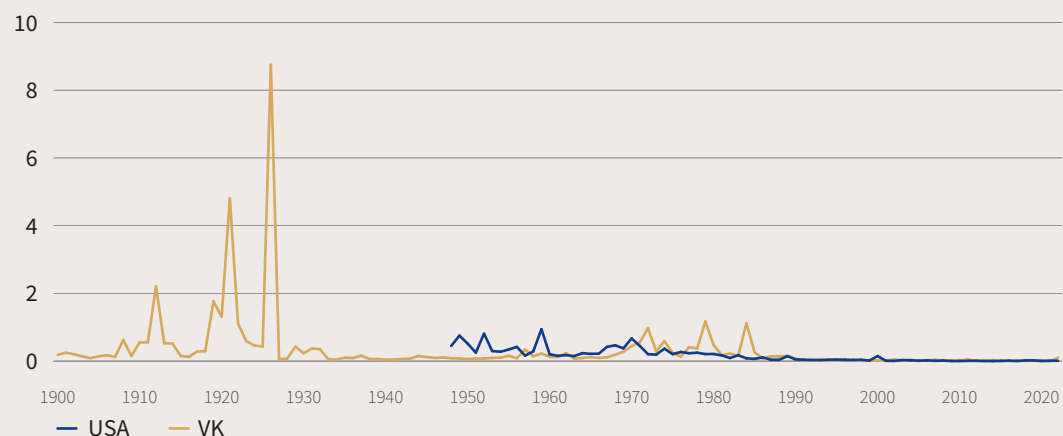
Vielleicht erkennen wir alle gemeinsam, dass der größte Schaden für das Realeinkommen nicht von uns kontrolliert wird - nämlich die schwächeren Einfuhrtauschverhältnisse, die durch den Anstieg der Energiekosten verursacht werden (abgesehen davon notieren die realen Ölpreise derzeit wieder unterhalb eines 10-Jahres-Trends, und die europäischen Erdgaspreise liegen immer noch deutlich unter den Höchstständen vom August, obwohl das Thermometer sinkt ...).

Aber vielleicht ist es ja nur eine Frage der Zeit, und ein dramatischerer Anstieg der Lohnforderungen steht unmittelbar bevor. Was aber unmittelbar bevorsteht, ist ein wahrscheinlicher Rückgang der Gesamtinflation, wenn die Sockeleffekte der Rohstoffpreise wegfallen. Es ist durchaus denkbar, dass in der zweiten Hälfte des Jahres 2023 die Reallöhne und -gehälter tatsächlich wieder steigen werden - allerdings nur passiv, da der Anstieg der Verbraucherpreise hinter dem Lohnwachstum zurückbleiben wird.

Bis dahin könnte der Rückgang der Reallöhne selbst die Beschäftigung und die Wirtschaftstätigkeit fördern. Wir haben bereits November darauf hingewiesen, dass

ABBILDUNG 1: TARIFKONFLIKTE

Jährlich verlorene Arbeitstage pro Jahr und Arbeitnehmer in den USA und im Vereinigten Königreich



Quelle: Rothschild & Co, Refinitiv Datastream, US Bureau of Labor Statistics, Bank of England, UK Office for National Statistics
Anmerkung: US-Daten bis November 2022. Die Schätzung des Vereinigten Königreichs für 2022 ist eine auf das Jahr hochgerechnete Zahl auf der Grundlage der verfügbaren Daten von Juni bis September (und unter der Annahme eines weiteren starken Anstiegs im vierten Quartal).

Volkswirtschaften mehr „Puffer“ haben, als Experten uns glauben lassen wollen: So bewegen sich Reallöhne und Ausgaben oft in unterschiedliche Richtungen.

Es gibt eine Reihe von Gründen, warum die Arbeitsmärkte von heute möglicherweise flexibler sind: Sie sind weniger kollektiviert, in vielen europäischen Ländern wurden Strukturreformen durchgeführt, in den globalen Angebotspool werden Arbeitskräfte aus China aufgenommen, die Produktionsbedingungen haben sich geändert und in jüngster Zeit haben sich die Arbeitsmethoden verändert. Und einer der Gründe für die aktuell historisch niedrigen Arbeitslosenquoten könnte diese Flexibilität sein. Die effektive Arbeitsangebotskurve könnte sich nach rechts verschoben haben, etwa so, als hätten die Arbeitskräfte ihre Verhandlungsmacht implizit zugunsten sichererer Arbeitsplätze eingetauscht.

... UND EIN WEIHNACHTSMÄRCHEN

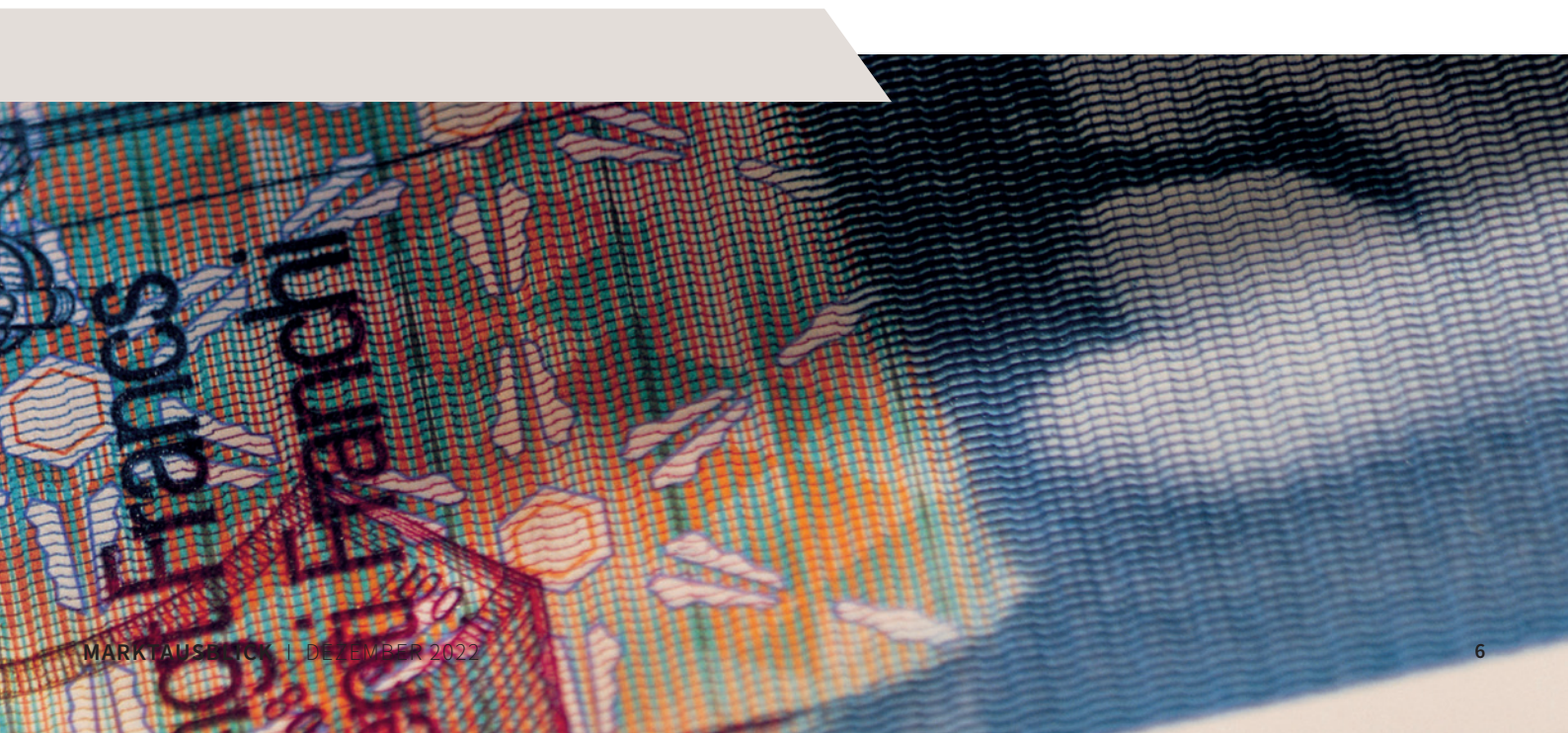
Im Gegensatz dazu deutete eine britische Schlagzeile darauf hin, dass das Arbeitskräfteangebot in letzter Zeit erheblich zurückgegangen ist: „Die verschwundenen Millionen: Wo sind Großbritanniens Arbeiter geblieben?“ (*The Times*, 3. Dezember) - was vielleicht an das Weihnachtsmärchen von den Wichtelmännern erinnert. In dem Artikel wird behauptet, dass es seit der Pandemie zu einem plötzlichen und erheblichen Rückgang der Zahl der Arbeitskräfte gekommen ist.

Aus den Daten geht hervor, dass die Zahl der gemeldeten Langzeiterkrankungen gestiegen ist - ebenso wie die Zahl der Menschen, die sich für eine weiterführende oder höherqualifizierende Ausbildung entscheiden. Die „Aktivitäts-“ oder Erwerbsquoten sind tatsächlich gefallen.

Aber sie sind nicht weit gefallen. Die Erwerbsquote im Vereinigten Königreich erreichte kurz vor der Pandemie ein Allzeithoch und liegt immer noch in der oberen Hälfte der langfristigen historischen Spanne. Die Zahl der „verschundenen“ Arbeitnehmer scheint sich nicht auf „Millionen“ zu belaufen, sondern auf etwa eine halbe Million. In den USA hat ein ähnlicher Rückgang der Erwerbsquote begonnen, sich umzukehren.

Im ursprünglichen Märchen ging es dem Schuster natürlich auch dann noch gut, als die Wichtelmänner weg waren.

Und schließlich gibt es noch einen weiteren, weniger sichtbaren Faktor, der die Kapazität steigert: die kontinuierliche Produktivitätssteigerung, weil wir Lernkurven nach oben verschieben und innovativ sind. Es wird in letzter Zeit gerne behauptet, dass es so etwas nicht mehr gibt. Aber es gibt Produktivitätssteigerungen, und das Produktivpotenzial der Industrieländer wird wahrscheinlich weiter zunehmen. Auch dies könnte, bei ansonsten gleichen Bedingungen, das Ungleichgewicht zwischen Gesamtnachfrage und -angebot verringern - und damit auch den Betrag, um den die Produktion andernfalls sinken müsste.



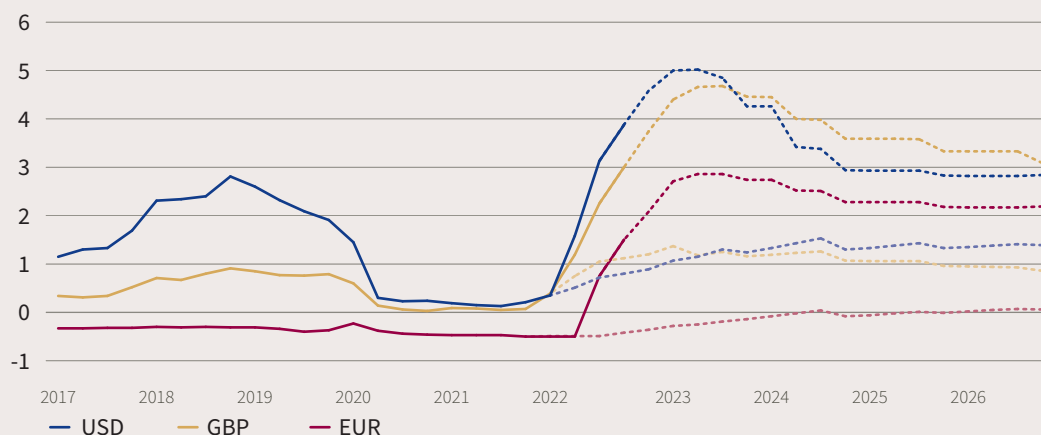
ZINSEN: DAS ZIEL IST FAST ERREICHT

Damit soll nicht gesagt werden, dass die Zentralbanken richtig gehandelt haben, als sie erhebliche geldpolitische Risiken eingingen. Es war sicher nicht richtig. Allerdings haben sie ihren Fehler eingesehen und die Zinssätze im Laufe des Jahres 2022 rasch angepasst: an den Geldmärkten ist inzwischen viel passiert

Die Notenbanken sind noch nicht am Ziel (wir schreiben, während die nächsten Sitzungen unmittelbar bevorstehen), aber die erwarteten Leitzinsen für 2023 liegen wieder auf dem „alten normalen“ Niveau (Abbildung 2) - was uns angemessen erscheint, selbst wenn die Lohnentwicklung relativ passiv bleibt. Wir erwarten, dass die Zinssätze länger auf diesem Niveau bleiben als die Geldmärkte (auch wenn sich das Lohnwachstum verlangsamt), während die geläuterten Zentralbanken an der Wiederherstellung ihrer Glaubwürdigkeit arbeiten. Damit erscheinen uns vor allem die längerfristigen Realzinsen immer noch etwas niedrig, insbesondere nach der jüngsten Erholung der Anleihen (Abbildung 3), aber nicht mehr übermäßig niedrig.

ABBILDUNG 2: LEITZINSEN

Tatsächliche und Markt-implizierte Zinsen: Fed, EZB, BoE (%)



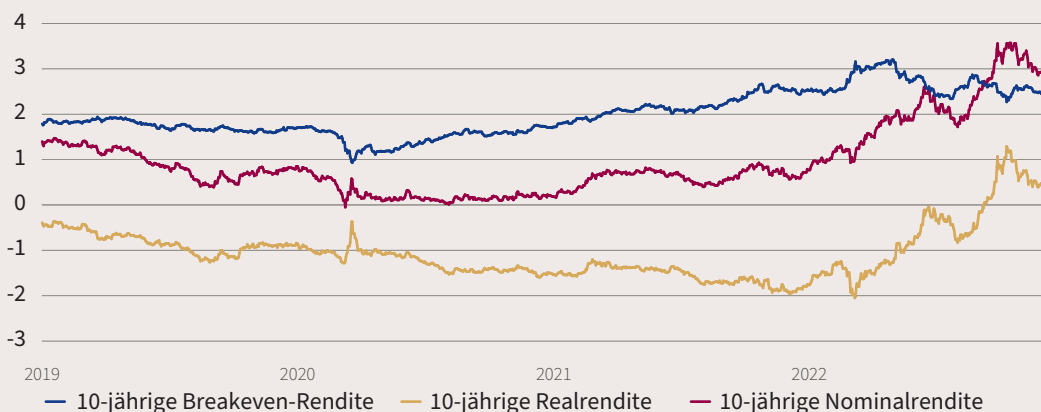
Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Anmerkung: Die gestrichelten Linien bilden die vom Markt implizierten Zinserwartungen ab. Die fett gedruckten Linien sind die aktuellen Daten, die transparenten Linien sind die Daten für Januar.

Abgeleitet aus Overnight-Index-Swaps (Laufzeit 3 Monate: USD - SOFR; GBP - SONIA; EUR - ESTR).

ABBILDUNG 3: AGGREGIERTE RENDITEN FÜR 10-JÄHRIGE ANLEIHEN (US, GE, UK)

Nominale und reale Renditen und implizite Inflation (%)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Anmerkung: Die Daten für die reale Rendite- und Break-even-Rate für das Vereinigte Königreich wurden um den VPI bereinigt, da sie normalerweise auf Basis des RPI angegeben werden

Die flexiblen Arbeitsmärkte und das Produktivitätswachstum haben die Normalisierung der Zinssätze nicht verhindert, könnten aber dazu beitragen, das Risiko eines geldpolitischen Overkills zu verringern - welches derzeit vielleicht die größte Bedrohung für das Wirtschaftswachstum darstellt, während die Regierungen die Auswirkungen des Einfuhrtauschverhältnisses eindämmen und sich die Energieversorgung bis 2023 wahrscheinlich verbessern wird -, indem sie ihren Beitrag zur Verringerung des Ungleichgewichts zwischen Gesamtnachfrage und -angebot leisten.

WAS BEDEUTET DAS FÜR ANLEGER?

Das soll nicht heißen, dass Privathaushalten und Unternehmen kein schwieriger Winter bevorsteht. Viele kleine Unternehmen haben bereits aufgegeben. Aber wir müssen uns hier auf die aggregierten Daten und Durchschnittswerte konzentrieren, von denen die Kapitalmärkte und Portfolios maßgeblich beeinflusst werden. Und auf dem Weg ins Jahr 2023 könnten die Zentralbanker und Anleger beginnen, sich zu entspannen (zumindest was die Wirtschaft betrifft - die geopolitischen Probleme stehen natürlich auch noch weiterhin im Raum).

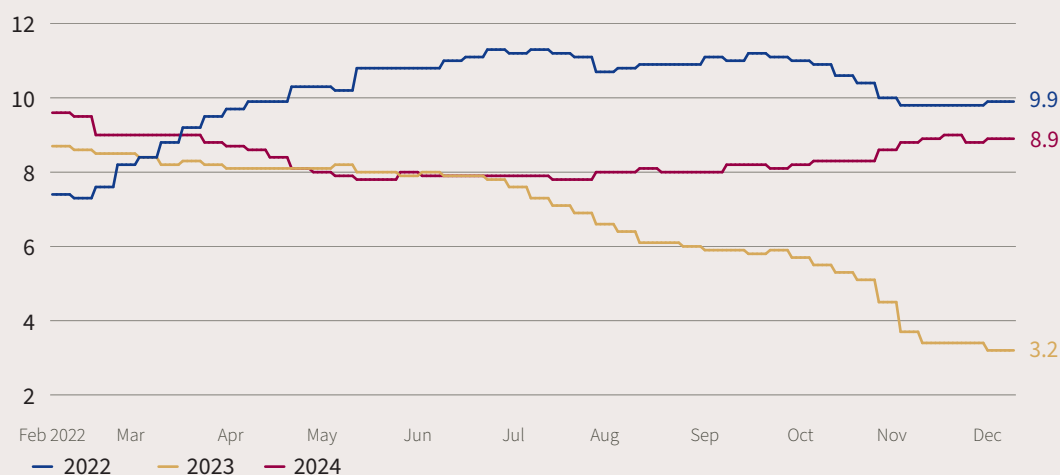
Im November war für uns die wichtigste Frage für Anleger, wann man kaufen sollte, nicht wann man verkaufen sollte. Die Bewertungen von Aktien lagen nahe am Trend, und selbst Anleihen waren so günstig wie seit vielen Jahren nicht mehr. Wir empfehlen, solange zu warten, bis das verbleibende Zins- und Ertragsrisiko in den Kursen berücksichtigt ist (Abbildung 4). Der Artikel enthielt auch eine Checkliste möglicher auslösender Faktoren, die für das richtige Timing für Wiederanlagen wichtig sind.

Der erste Punkt auf dieser Liste ist ein Wendepunkt bei der Kerninflation - und der scheint mit den US-amerikanischen VPI-Daten für Oktober und nun auch November eingetreten zu sein. Allerdings können Meldungen für zwei Monate noch nicht ausschlaggebend sein, darüber hinaus hat es sowohl bei den Anleihen als auch bei den Aktien bereits Erholungen gegeben: Wir haben uns dafür ausgesprochen, weiterhin abzuwarten. Vielleicht argumentieren wir übertrieben taktisch - schließlich haben wir schon oft darüber geschrieben, wie schwierig das genaue Timing von Märkten sein kann -, aber trotz unserer eigenen konstruktiven Konjunktüreinschätzung vermuten wir, dass wir das Ende der Marktvolatilität noch nicht gesehen haben.

Ja, vielleicht sind wir schon fast am Ziel - aber wir haben es erst dann erreicht, wenn alle Parameter stimmen.

ABBILDUNG 4: ERWARTUNGEN FÜR UNTERNEHMENSGEWINNE

Entwicklung der Konsenserwartungen für das Wachstum des Gewinns je Aktie (% in USD)



Quelle: Rothschild & Co, Refinitiv Datastream, IBES



NACHTRAG ZUR BRITISCHEN FISKALPOLITIK: EINE LEKTION IN SACHEN CHAOS

Im November haben wir uns ausführlich mit dem Vereinigten Königreich befasst. Es ist zwar nur ein kleiner Teil der meisten globalen Portfolios, hat sich aber in den letzten Wochen in Bezug auf Volatilität überdurchschnittlich stark bemerkbar gemacht.

Eine Fülle politischer und fiskalischer Blamagen hatte den Gilt-Markt hart getroffen und die Währung destabilisiert. Es war die Rede von einer neuen Ära der „selbstaufgelegter Sparsamkeit“, um den Schaden zu beheben und die „Idiotenprämie“ auf die Renditen der Staatsanleihen zu senken.

Obwohl die Herbstklärung mit den Haushaltsprojektionen der neuen Regierung eine deutliche *Lockerung* des finanzpolitischen Kurses in den zwei Jahren bis zu den nächsten Wahlen (wahrscheinlich im Januar 2025) bestätigte, war die Idiotenprämie zu diesem Zeitpunkt bereits eingepreist und ist es zum Zeitpunkt dieses Artikels immer noch.

Die Erholung der langfristigen Staatsanleihen seit Ende September war wirklich spektakulär, ebenso wie der neuerliche Anstieg des Wechselkurses Pfund Sterling /US-Dollar (der, wie auch der frühere Einbruch, teilweise auf den US-Dollar und nicht auf das Pfund Sterling zurückzuführen ist). Natürlich erregten die Erholungen in den Medien viel weniger Aufmerksamkeit als die Einbrüche - aber so funktionieren Schlagzeilen nun einmal.

Wir haben schon damals darauf hingewiesen, dass die Reaktion des Establishments auf die Vorschläge von Truss, so widersprüchlich, spalterisch und schlecht präsentiert sie auch waren, ebenso peinlich war wie das Maßnahmenpaket selbst. Die britische Volkswirtschaft war nicht „abgestürzt“, ihre voraussichtliche Entwicklung schien sich nicht wesentlich von der der EU zu unterscheiden, und die Regierung des Landes war weiterhin in hohem Maße glaubwürdig.

Wir bevorzugen keine der großen Parteien, aber zwei Dinge fallen uns auf. Wenn, wie Harold Wilson sagte, in der Politik eine Woche eine lange Zeit ist, was sind dann erst zwei Jahre? Und einer der wichtigsten Parameter für das persönliche Wohlbefinden ist nicht, wie die Dinge sind, sondern wie sie sich im Vergleich zu früher anfühlen. Wir gehen davon aus, dass der Höhepunkt der Energiekosten und der Tiefpunkt der Realeinkommen wahrscheinlich in diesem Winter erreicht wird.

Update zur Inflation

Wie bereits erwähnt, wird die Inflationsentwicklung auch im Jahr 2023 im Mittelpunkt stehen. Vielversprechend ist, dass der globale Druck nachlässt.

Die Spannungen in der Lieferkette - ein wichtiger Faktor für die Warenpreis-inflation - haben sich weiter abgeschwächt. Der Global Supply Chain Pressure Index der New Yorker Fed ist in jüngster Zeit auf ein „normaleres“ Niveau gesunken, wenn auch nicht linear (Abbildung 5). Dies lässt sich teilweise auf eine Abkühlung auf der Nachfrageseite zurückführen, doch auch das Angebot hat sich wieder erholt, weil die Produktionszentren inzwischen besser mit den durch Covid-19 verursachten Problemen umgehen können. Die schrittweise Öffnung Chinas sollte künftig dazu beitragen, die globalen Probleme auf der Angebotsseite weiter zu entschärfen.

Auch bei den Rohstoffpreisen zeichnet sich eine Stabilisierung ab, und der Höhepunkt der Gesamtinflationssraten sollte bald erreicht sein. Sicherlich bewegen sich einige Rohstoffpreise weiterhin auf einem hohen Niveau - insbesondere Nahrungsmittel und Energiekosten in Europa -, dennoch gewinnen die sich abzeichnenden Basiseffekte allmählich an Bedeutung: So nähert sich das jährliche Wachstum des Weltnahrungsmittelpreisindex der Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der Vereinten Nationen (FAO) der Nullmarke (Abbildung 6).

Von den großen Volkswirtschaften hat sich das Inflationsszenario in den USA vielleicht am deutlichsten verbessert: Die Gesamtrate ist nun schon fünf Monate in Folge gesunken und lag im November bei 7,1% (Abbildung 7). Der Anteil der Energie am VPI ist - unter anderem aufgrund von günstigen Basiseffekten - zurückgegangen, während auch die Lebensmittelpreise diesem Trend seit kurzem folgen.

Die Kerninflation in den USA (d.h. ohne Energie und Lebensmittel) hielt sich robuster, scheint aber ebenfalls ihren Höhepunkt erreicht zu haben (Abbildung 8). Der Druck auf die Warenpreise hat in den letzten Monaten deutlich abgenommen. Verbesserungen auf der Angebotsseite und sinkende Rohstoffpreise haben die Inputkosten der Unternehmen gesenkt (es gibt nun weniger Gründe, höhere Kosten auf die Verbraucher abzuwälzen), während sich die Verbrauchernachfrage durch die Wiederbelebung der Wirtschaft von Waren auf Dienstleistungen verlagert hat.

ABBILDUNG 5: DER DRUCK IN DER LIEFERKETTE LÄSST NACH

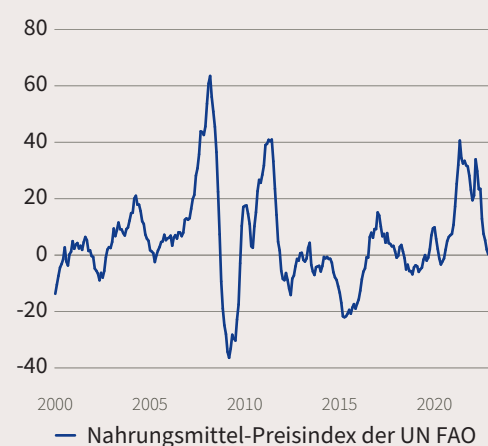
Standardabweichungen vom Durchschnittswert



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

ABBILDUNG 6: DER GLOBALE ANSTIEG DER LEBENSMITTELPREISE HAT SICH VERLANGSAMT

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, UN Food and Agriculture Organization

Dementsprechend ist die Teuerungsrate für Dienstleistungen in den USA tendenziell gestiegen. Aber selbst dort dürfte der Beitrag der Komponente „Wohnen“, die etwa ein Drittel des gesamten Inflationskorbs ausmacht, bald nachlassen, da er etwa ein Jahr hinter dem Wachstum der Immobilienpreise in den USA zurückbleibt, das sich in den letzten Monaten merklich verlangsamt hat. Die Aussichten für den VPI für Dienstleistungen ohne Unterkunft sind vielleicht am unklarsten - allerdings ist dieser Index im Oktober und November sehr geringfügig zurückgegangen.

Das inflationäre Umfeld für Europa erscheint besorgniserregender. Die Gesamtinflationen im Vereinigten Königreich und im Euroraum waren in diesem Jahr höher als in den USA und erreichten zweistellige Werte, nachdem Russlands Einmarsch in der Ukraine die Erdgaspreise in die Höhe trieb. Die Schwäche der Währungen gegenüber dem US-Dollar war ebenfalls nicht förderlich.

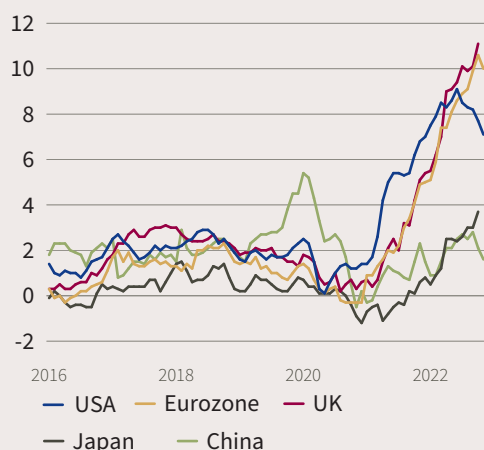
Aber selbst in Europa könnte das Schlimmste der durch die Energiepreise bedingten Inflation bereits vorbei sein. Die europäischen Erdgaspreise sind zwar immer noch höher als vor der Pandemie, liegen aber inzwischen deutlich unter ihren bisherigen Jahreshöchstständen (bei Veröffentlichung dieses Berichts rund 50 - 60% unter den Sommerhöchstständen). Es ist außerdem schwer vorstellbar, dass die Gaspreise noch wesentlich steigen werden:

- Europa importiert nicht mehr viel Erdgas aus Russland: Die Einfuhren sind nach Schätzungen von Bruegel rund zwei Drittel niedriger als zu Beginn des Jahres.
- Die europäischen Länder haben eindeutig Einsparungen, Anpassungen und Substitutionen vom russischen Gas vorgenommen. Die Einfuhren von Flüssigerdgas (LNG) sind in diesem Jahr erheblich gestiegen.
- Die Regierungen haben mit der Einführung von Energiepreisobergrenzen auf dem ganzen Kontinent reagiert. So wurde verhindert, dass die Gesamtinflationen, insbesondere im Vereinigten Königreich, weiter in die Höhe schnellen.
- Glücklicherweise ist dieser Winter *bisher* recht mild verlaufen, wodurch die Nachfrage nach Energienachfrage weiter zurückgeht (die Regierungen fördern auch Energieeffizienz). Und selbst wenn die Temperaturen in den kommenden Monaten sinken sollten, sind die europäischen Gasspeicher für diese Jahreszeit relativ gut gefüllt.

Infolgedessen haben die Gesamtinflationen in Europa ihren Höhepunkt möglicherweise bereits erreicht: Die Inflationsrate im Euroraum hat im November ihren Höhepunkt überschritten, während die Inflationsrate im Vereinigten Königreich wahrscheinlich in diesem Quartal ihren Zenit erreicht hat.

ABBILDUNG 7: GESAMTINFLATIONS-RATEN

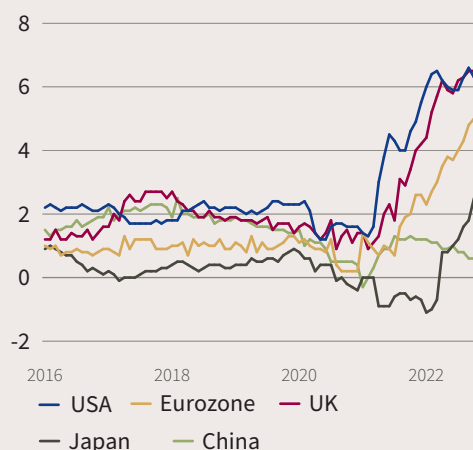
Jährliche Änderung (in %)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

ABBILDUNG 8: KERNINFLATIONS-RATEN

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



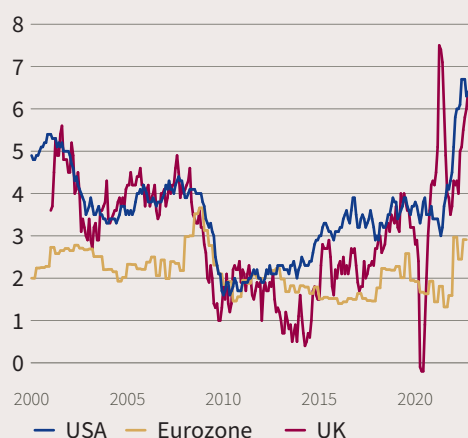
Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

In den großen asiatischen Volkswirtschaften war der Inflationsdruck gedämpfter. In Japan liegt die Inflation zwar über dem Trend, nähert sich aber „nur“ der 4-Prozent-Marke. Chinas schwaches und durch Covid gestörtes Wachstum hat in diesem Jahr für eine ungewöhnlich niedrige Inflation gesorgt: Die Gesamtinflationsrate und die Kerninflationsrate lagen im Durchschnitt bei rund 2% bzw. 1%.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Gesamtinflationsraten in weiten Teilen der Welt allmählich rückläufig sind. Die zugrunde liegende Inflation mag sich langsamer abschwächen, da die Volkswirtschaften in der Nähe der Vollbeschäftigung bleiben und die Löhne dem Anstieg der jeweiligen VPIs folgen (Abbildung 9). Wie wir aber bereits festgestellt haben, ist der Anstieg der Löhne nicht so dramatisch, wie er hätte sein können, und das Arbeitskräfteangebot könnte flexibler sein als befürchtet. Es gibt kaum Anzeichen für die gefürchtete Lohn-Preis-Spirale: Der Anstieg der Reallöhne ist in den meisten großen Volkswirtschaften fest im negativen Bereich (Abbildung 10) verankert, und die Arbeitsmärkte sind strukturell flexibler als im Stagflationsszenario der 1970er Jahre.

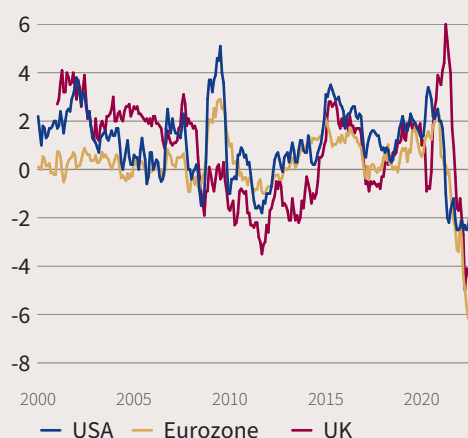
Wir halten es für unwahrscheinlich, dass die Inflation in absehbarer Zeit langfristig auf die weithin angestrebte 2%-Marke zurückfallen wird, aber wir erwarten weiterhin, dass im Verlauf des Jahres 2023 sowohl die Gesamtinflation (schnell) als auch die Kerninflation (langsam) sinken werden, und dass die Zins- und Rezessionsrisiken nahe ihren Höchstständen liegen könnten.

ABBILDUNG 9: NOMINALER LOHNANSTIEG
Jährliche Änderung (in %)



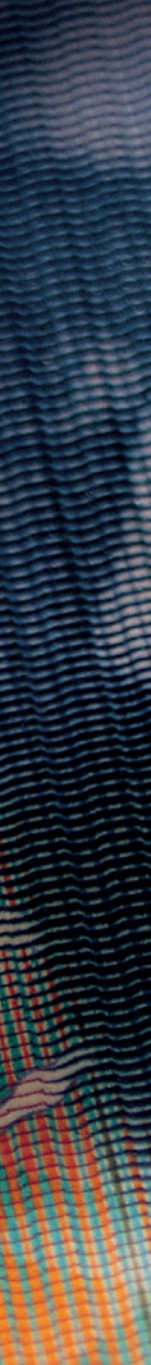
Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Federal Reserve Bank of Atlanta, European Central Bank, UK Office for National Statistics

ABBILDUNG 10: REALLOHNWACHSTUM
Jährliche Änderung (in %)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Federal Reserve Bank of Atlanta, European Central Bank, UK Office for National Statistics

Anmerkung: Die US-Funktion stellt den Median des Lohnwachstums der Atlanta Fed, die Funktion für die Eurozone den EZB-Indikator für die ausgehandelten Löhne, und die Funktion für das Vereinigte Königreich den durchschnittlichen Wochenverdienst ohne Zulagen dar. Das reale Lohnwachstum ist das nominale Lohnwachstum abzüglich der Gesamtinflationsrate.



COP 27 – ein Plusminus-Resümee

Im Vorfeld der 27. UN-Klimakonferenz in Ägypten waren die Erwartungen hoch. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat die Nahrungsmittel- und Energiemärkte empfindlich gestört. Angesichts der nach wie vor deutlich gestiegenen Rohstoffpreise - vor allem für Erdgas - war eine beschleunigte Umstellung auf nachhaltige und autarke Lösungen noch nie so wichtig wie heute.

Bei der Einigung in letzter Minute wurden zwar mehrere wichtige Initiativen vereinbart, allerdings reisten auch viele Teilnehmer enttäuscht ab. Besonders auffällig war das Fehlen neuer Bekenntnisse zum weiteren Ausstieg aus der Nutzung fossiler Brennstoffe, obwohl die Konferenz als „Umsetzungs-COP“ angekündigt war. Zweifellos sind die Mitgliedstaaten an weiteren Fortschritten interessiert, wobei der Wandel jedoch eine andere Entschlossenheit erfordert. Vor allem die fehlende Einigung in Bezug auf die Nutzung von Kohle verdeutlicht die zwiespältige Haltung vieler energieintensiver Länder - derart hochgesteckte Ziele können einen hohen politischen Preis fordern, insbesondere im derzeitigen wirtschaftlichen Umfeld. Trotz des Drängens der großen Industrieländer - einschließlich der USA, Europas und des Vereinigten Königreichs - scheint es, als geriete das 2015 in Paris vereinbarte 1,5-Grad-Ziel 2015 allmählich in Vergessenheit.

Dennoch dürfen solche Mängel einige der wichtigen und konstruktiven Entwicklungen nicht in den Schatten stellen, wie beispielsweise den Fonds für Verluste und Schäden, die Anerkennung der Bedeutung von Anpassung und die Förderung einer stärkeren Beteiligung des Privatsektors.

Zweifellos war die erste, lang erwartete Initiative ein Meilenstein für die gefährdeten ärmeren Länder, die eine Kompensation für Schäden und Verluste erhalten sollen, die ihnen durch den Klimawandel entstehen. Wie genau dieser „Anpassungsfonds“ aussehen wird, einschließlich seines Umfangs, der Geberländer und der Frage, was genau unter „Schäden“ zu verstehen ist, muss noch geklärt werden, aber der Grundgedanke ist klar: Die Industrieländer werden die Entwicklungsländer für Schäden kompensieren. Besonders wichtig ist, dass es sich bei dieser neuen dritten Säule nicht um eine Form der „Wiedergutmachung“ handelt - sie soll nicht dazu dienen, vergangenes Unrecht oder Schäden auszugleichen. Vielmehr wird die heikle Haftungsfrage umgangen und der Schwerpunkt auf zukünftige Auswirkungen gelegt. Länder mit niedrigem Einkommen könnten zum Beispiel dafür entschädigt werden, wenn sie schon früher auf Netto-Null-Emissionen umstellen, als dies sonst der Fall gewesen wäre.

Aber bei dieser COP ging es nicht nur um die Verteilung der Lasten: Eine andere wichtige Entwicklung war die Förderung der „Anpassung“ im weiteren Sinne. Die Anpassung wird meist als der arme Verwandte der „Vermeidung“ betrachtet, der sich auf die Bemühungen zur Reduzierung der CO₂-Emissionen konzentriert, anstatt sich an ihre Auswirkungen anzupassen. Diese Verlagerung des Schwerpunkts wird von einigen als Misserfolg gewertet. In Anbetracht des unbeständigen Wetters, das scheinbar bereits bei uns Einzug gehalten hat, wie beispielsweise die extremen Hitzewellen und Waldbrände in diesem Jahr in Europa sowie die rekordverdächtigen Überschwemmungen in Pakistan, herrscht zunehmend Einigkeit darüber, dass wir unsere Lebensweise ändern müssen. Denkbar sind hier Strategien wie der Einsatz dürrerotoleranter Nutzpflanzen, ein besserer Schutz vor Überschwemmungen, effizientere und nachhaltigere Versorgungsketten oder auch einfach nur das Bauen und Wohnen in weniger gefährdeten Umgebungen. Denn selbst wenn 70 Länder - und damit 75 Prozent der weltweiten Treibhausgasemissionen (THG) - bis 2050 das Netto-Null-Ziel anstreben, werden die CO₂-Emissionen in den kommenden Jahrzehnten weiter steigen, weshalb Anpassungen unvermeidlich und nicht optional sind.

Ein anderer wichtiger, aber vernachlässigter Aspekt der Klimadiskussion ist die Frage, wie die Regierungen den privaten Sektor in die Erreichung der CO₂-Neutralität und darüber hinaus integrieren und motivieren können. An dieser COP nahmen (im historischen Vergleich) sehr viele Unternehmen und Finanzinstitute teil, die Gewinnung von privatem Kapital sollte die Innovation

fördern und sowohl den Klimaschutz wie auch Anpassungsstrategien fördern. Ebenso wichtig ist die Mobilisierung nachhaltiger Finanzquellen zur Unterstützung grüner Initiativen, sei es durch eine beschleunigte Abkehr von THG oder durch die Bereitstellung von Finanzmitteln durch den Privatsektor, wo öffentliche Mittel nicht verfügbar sind.

Eine erfreuliche Neuentwicklung ist die Aussicht auf eine stärkere Regulierung des schnell wachsenden Marktes für Emissionsgutschriften (handelbare Zertifikate, die es Unternehmen ermöglichen, eine bestimmte Menge Kohlendioxid (oder gleichwertige THG) auszustoßen). Das gilt vor allem für den weiteren, regulierten Markt, an dem die Regierungen Emissionshöchstwerte für bestimmte Branchen vorschreibt, hier gewinnt aber auch der kleinere, freiwillige Markt zunehmend an Bedeutung. Letzteres ermöglicht es umweltbewussten, nicht-regulierten Unternehmen (und natürlichen Personen), Kohlenstoffneutralität zu erreichen. In den letzten Jahren ist der Markt für freiwillige Maßnahmen im Zusammenhang mit möglichem Greenwashing und Doppelzählungen in den Fokus gerückt. Die IOSCO, ein Zusammenschluss globaler Finanzaufsichtsbehörden, hat eine Reihe von Empfehlungen ausgesprochen, darunter eine mögliche Regulierung des freiwilligen Marktes und Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz und Liquidität des etablierteren Compliance-Marktes.

Mit Blick auf die Zukunft kann die derzeitige Energieknappheit die Bemühungen um eine Dekarbonisierung nur beschleunigen: Selbst wenn die Preise sinken, ist die Versorgungssicherheit nachweislich schlecht. Kurzfristig ist jedoch paradoxerweise eine Verlagerung zurück zu schmutzigeren Brennstoffen und fragwürdigen Anbietern festzustellen: Der Stromverbrauch auf Grundlage von Kohle steigt um 2%, und die USA haben den Handel von venezolanischem Öl auf den Weltmärkten wieder zugelassen. Der Ausbau weiterer Gasinfrastrukturen zur Deckung der kurzfristigen Versorgung bleibt ebenfalls eine fragwürdige langfristige Strategie, es besteht die Gefahr, dass Anlagen stranden werden. LNG ist auch kein Allheilmittel. Einer Schätzung zufolge ist es durch die Förderung, den Transport und die Verflüssigung von Methan genauso umweltschädlich wie Kohle. Es wird in nächster Zeit einige sehr offensichtliche Problematiken geben.

Gleichzeitig ist es ermutigend, dass die Zusicherungen anlässlich der letztjährigen COP 27 in Glasgow allmählich ihren Weg in die Regelwerke finden - einige der größten Verursacher von THG haben begonnen, ihre Versprechen einzuhalten. Im Sommer verabschiedete der US-Kongress mit Verspätung das Gesetz zur Verringerung der Inflation (eine abgespeckte Version der „Build Back Better“-Agenda), mit dem die USA ihrem Ziel einer Senkung der CO₂-Emissionen bis 2030 um 50% (bezogen auf das Niveau von 2005), einen Schritt näher kommen. Auch die Europäische Kommission zieht mit verschiedenen Initiativen nach, darunter der neue Mechanismus zur Anpassung der Kohlenstoffgrenzen, ein Zoll auf Importe aus kohlenstoffintensiven Industrien, die die grünen Standards der EU nicht erfüllen.

Die Reise hat, wie gesagt, gerade erst begonnen, und es war nicht die Umsetzung, die sich COP-Aktivisten erhofft hatten. Aber es war trotzdem keine schlechte Klimakonferenz. Es liegt auf der Hand, dass zur Erreichung der langfristigen Emissionsziele Reduzierungen (geringere Produktion fossiler Brennstoffe) und Substitutionen (Nutzung anderer Energieformen) erforderlich sind. Für einige Länder (und Wirtschaftszweige in diesen Ländern) können diese jedoch unmöglich oder unwirtschaftlich sein, selbst mit Kompensationen, daher ist die formelle Anerkennung der unvermeidlichen Rolle, die die „Anpassung“ spielen wird, Teil der langfristigen Lösung. Gleichzeitig ist es ein Schritt in die richtige Richtung, die sozialen Kosten der CO₂-Emissionen stärker in die öffentliche Entscheidungsfindung einzubeziehen, indem fossile Brennstoffe stärker besteuert werden und die Entwicklung des Emissionshandels gefördert und reguliert wird.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

WACHSTUM: GROSSE VOLKSWIRTSCHAFTEN

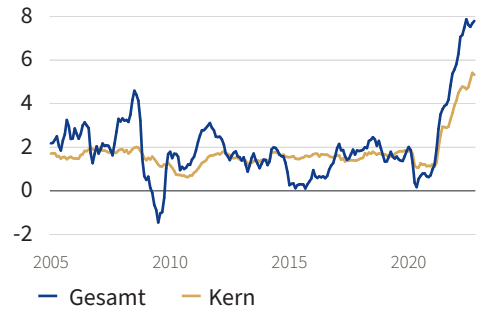
Optimismus der Unternehmen:
Standardabweichungen



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



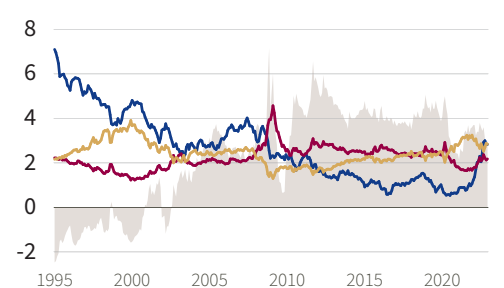
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

AKTIEN/ANLEIHEN – REL. RETURN-INDEX (%)



Quelle: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg,
Rothschild & Co

AKTIEN/ANLEIHEN – REL. BEWERTUNGEN



— Staatsanleihen: Rückzahlungsrenditen (%)
— DM-Aktien: KBV
— DM-Aktien: Dividendenrendite (%)
— DM-Aktien Gewinnrendite – Anleihenrendite

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	3.6	-13.6	-7.9
10-J.-US-Gilt	3.2	-16.2	-14.3
10-J.-Bundesanleihen	1.9	-16.2	-15.7
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	1.2	-9.9	-11.4
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.3	-1.8	-1.6
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	3.5	-10.0	-5.7
Globale Anl.: Hochzins (USD)	9.1	-10.0	-1.4
EM (USD)	7.4	-14.9	-9.8

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

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

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.3	-12.4	22.1
DM	2.2	-12.1	24.6
EM	3.2	-15.1	5.0
US	1.7	-15.8	29.8
Eurozone	3.2	-7.9	10.1
UK	3.9	8.3	15.1
Schweiz	2.9	-13.0	8.5
Japan	2.6	0.4	23.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

SELECTED EXCHANGE RATES

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	117	7.1	6.8
Euro (EUR)	129	0.5	4.4
Yen (JPY)	76	-13.3	-18.2
Pfund (GBP)	81	-0.3	1.2
Schweizer Franken (CHF)	182	6.0	13.5
Chin. Yuan (CNY)	142	-1.5	10.1

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	269	19.2	47.3
Brent Rohöl (\$/b)	78	3.8	21.5
Gold (\$/oz.)	1781	-0.1	21.2
Industriemetalle (1991 = 100)	366	4.8	50.8
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	25	33.8	79.3
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	142	90.9	130.3

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
12. Dezember 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.