



MARKTAUSBLICK | FEBRUAR 2023

Übertriebene Wachstumsängste



Vorwort

In Anbetracht der sinkenden Realeinkommen und des vorherrschenden wirtschaftlichen Fatalismus vergisst man leicht, dass der materielle Lebensstandard in den letzten Jahrhunderten kontinuierlich gestiegen ist. Es gibt keinen Grund, warum dieser Trend nicht wieder aufgenommen werden kann.

Die taktische Bedrohung ist die Inflation - durch einen Kaufkraftverlust, bedingt durch den Energiesektor, sowie durch eine restriktivere Geldpolitik, die dies bekämpfen soll. Aber sie am Abklingen, und nicht nur, weil die europäischen Gaspreise (kaum überraschend) eingebrochen sind. Trotz der verständlichen Verunsicherung und der immer noch niedrigen Arbeitslosigkeit ist eine Lohn-Preis-Spirale unwahrscheinlich.

Die Straffung der Geldpolitik muss sich erst noch in vollem Umfang bemerkbar machen, aber selbst im Vereinigten Königreich muss die große Mehrheit der Haushalte in diesem Jahr nicht mit einem starken Anstieg der Hypothekenkosten rechnen. Und wenn die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat, besteht auch die Gefahr, dass die Geldpolitik über das Ziel hinausschießt.

Die Wahrnehmung einer längerfristigen Bedrohung ist nicht neu. Ökonomen von Malthus und Marx bis hin zu Reinhart und Rogoff haben theoretisch nachgewiesen, warum Volkswirtschaften nicht so wachsen konnten, wie sie es aber in Wirklichkeit taten. Die Annahme, dass es keinen technologischen Durchbruch geben kann, ist vermessend. Der Klimawandel erfordert sicherlich ein anders geartetes Wachstum - dabei werden jedoch Anpassungen und auch die Vermeidung bestimmter Auswirkungen Quellen für Innovation und Erfindungen sein.

Entgegen der früheren Befürchtungen hinsichtlich einer „langfristigen Stagnation“ nach dem Ende der Weltwirtschaftskrise, hatten sich die 10-Jahres-Trends für das BIP kurz vor der Pandemie auf ein historisch respektables Niveau erholt. Wir glauben, dass jetzt etwas Ähnliches möglich ist.

In dieser Edition von *Marktausblick* gehen wir davon aus, dass 2023 ein weniger unglückliches neues Jahr werden kann - nicht zuletzt, weil es immer noch wenig Anzeichen für die weithin prognostizierte große Rezession gibt und unsere Beobachtungen in puncto Inflation weiterhin signalisieren, dass sie tatsächlich abnimmt (wenn auch sicherlich nicht völlig verschwindet). Wir fragen uns, ob der Zeitpunkt gekommen ist, an dem Aktien aus der Eurozone eine Outperformance erzielen können. Und wir erläutern, warum wir der Meinung sind, dass Währungen bei der Gestaltung langfristiger Portfolios nicht die Aufmerksamkeit verdienen, die sie derzeit erhalten.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Globale Anlagestrategen

Bildquellen: Eurobanknote
© Gettyimages

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

© 2023 Rothschild & Co
Wealth Management

Datum der Veröffentlichung:
Februar 2023.
Daten: alle Angaben per 8. Februar
2023, Text per 13. Februar 2023.

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

Übertriebene Wachstumsängste

DIE INFLATION KÜHLT SICH ALLMÄHLICH AB ...

Im Dezember haben wir gefragt, wie schwach Volkswirtschaften werden müssen, damit die Inflation sinkt. Die Inflation scheint sich jedoch bei einer (bisher) nur relativ bescheidenen Verlangsamung des Wachstums abzukühlen, weit entfernt von dem erheblichen Produktionsrückgang - einer schweren Rezession -, der nach weit verbreiteter Ansicht im gesamten Jahr 2022 drohte.

Im folgenden Artikel untersuchen wir die jüngsten Inflationsdaten. Dabei stellen wir (erneut) fest, dass es zwar zu spät ist, diese Phase als „vorübergehend“ zu bezeichnen, aber viel zu früh, sie als „anhaltend“ zu bezeichnen. Langfristig gesehen scheint es unwahrscheinlich, dass es sich um eine ausgeprägte sechste Welle handelt, die zu den anderen fünf seit dem 16. Jahrhundert zu beobachtenden Wellen hinzukommt (Abbildung 1 - eine „Welle“ ist hier ein deutlicher Anstieg des gleitenden 10-Jahres-Durchschnitts der Inflation über ihren vorherigen Trend hinaus).

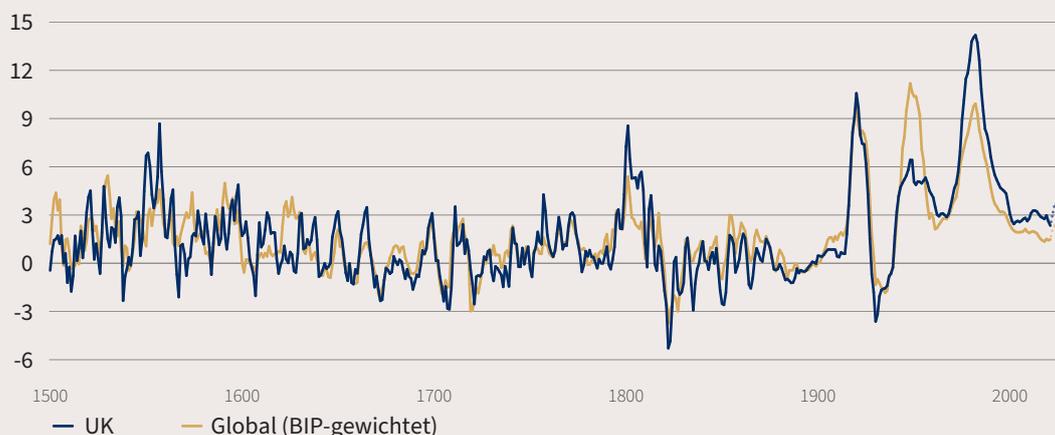
Das bedeutet nicht, dass sowohl die Leitzinsen als auch die Kernzinsen schnell auf die Zielmarke von 2 % zurückfallen und dort verbleiben werden: Wir weisen weiter unten darauf hin, dass wir davon ausgehen, dass sie in den kommenden Jahren in einer Bandbreite von 2 bis 4 % bleiben werden. Doch während diese Dynamik die Anleihemärkte und Zentralbanken weiterhin stark beschäftigt, dürfte es den historischen Betrachter nicht sonderlich stören.

...AUCH BEI NIEDRIGER ARBEITSLOSIGKEIT

Die Konjunkturumfragen scheinen sich zu stabilisieren - angeführt von China und mit einer ungewöhnlichen Verzögerung in den USA - wobei die Lage an den Arbeitsmärkten weiterhin angespannt ist. Der IWF äußert sich in puncto Wachstum mittlerweile optimistischer, und selbst

ABBILDUNG 1: INFLATION - EINE HISTORISCHE BETRACHTUNG

Inflation seit dem 16. Jahrhundert (10-Jahres-Durchschnitte, %)



Quelle: Bank of England, IWF, Rothschild & Co

Anmerkung: Die gestrichelten Linien bilden die WEO-Prognosen des IWF ab

die Bank of England klingt zumindest etwas weniger pessimistisch. Wie kann es sein, dass wir scheinbar gleichzeitig gute - oder zumindest weniger schlechte - Nachrichten über Inflation und Produktion erhalten?

Diese Inflationsepisode ist nicht nur auf eine mangelhafte Geldpolitik und eine ungezügelter Nachfrage zurückzuführen, sondern auch auf ein eingeschränktes Angebot. Und wenn sich das Angebot verbessert und die Nachfrage sich in Grenzen hält, sind die Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit gedämpfter, als wenn die gesamte Dynamik von einer Steuerung der Nachfrage ausgehen müsste. Um eine Analogie zu verwenden, die wir schon im Dezember verwendet haben: Wenn der führende Läufer (die Nachfrage) in einem Rennen langsamer wird, sinkt die Durchschnittsgeschwindigkeit; wenn der Nachzügler (das Angebot) aufholt, steigt sie.

Eine flexiblere Angebotsseite ist seit einiger Zeit bei den Rohstoffpreisen zu beobachten, wo die Lebensmittel- und Energiekosten vor vielen Monaten Höchststände erreichten, sowie bei den weltweiten Transportkosten und der Logistik.

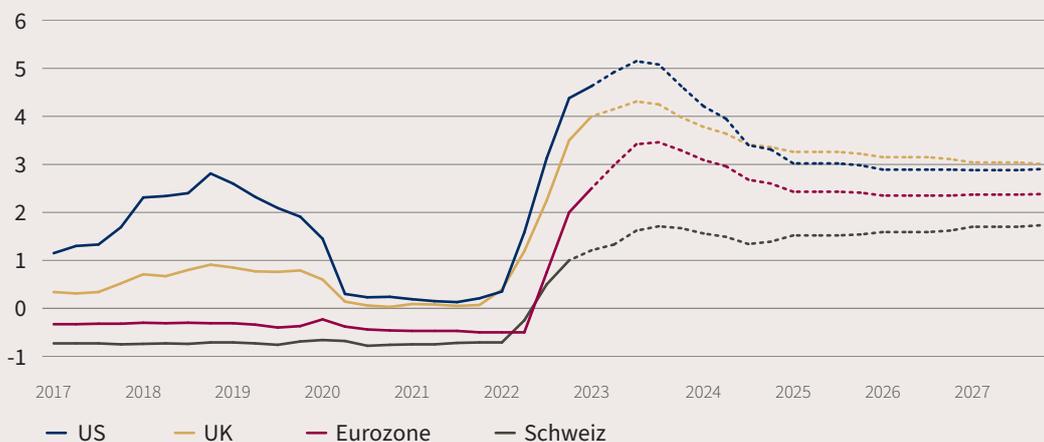
Zugleich ist das verfügbare Arbeitskräfteangebot möglicherweise nicht so starr, wie es scheint - der Anstieg der Nichterwerbsquoten nach der Pandemie ist nicht so groß und im Falle der USA halbwegs auf dem Rückzug - während die stillschweigende Duldung niedrigerer Reallöhne ein Hinweis auf einen neuen Gesellschaftsvertrag sein könnte, in dem eine größere Flexibilität bei den Reallöhnen im Gegenzug für stabilere Beschäftigungslage akzeptiert wird. Die Arbeitsmärkte von heute unterscheiden sich stark von denen der 1970er Jahre, wie wir weiter unten feststellen.

Danach ist die traditionelle Betrachtung der Arbeitsmärkte falsch: Die Reallöhne sind nicht gesunken, obwohl der Markt angespannt ist - der Markt ist angespannt, weil die Reallöhne gesunken sind (zumindest bis zu einem gewissen Punkt - die Reallöhne werden wahrscheinlich leicht ansteigen, da sich die Inflation in diesem Jahr verlangsamt: vielleicht ist der Arbeitsmarkt einfach nur geduldig).

Zuletzt deutete Chinas abrupte Abkehr von der Null-COVID-Politik darauf hin, dass sich die Engpässe, die die globalen Lieferketten seit 2020 einschränken, möglicherweise weiter lockern könnten. Das setzt voraus, dass der Welthandel durch die Spannungen zwischen China und den USA nicht noch tiefgreifender gestört wird (dass China in der Taiwan-Frage geduldig bleibt), denn wie wir bereits im Dezember feststellten, könnte dieses Konfliktpotenzial das größte Investitionsrisiko für uns sein.

ABBILDUNG 2: ZINSEN: FAST AM ZIEL?

Wichtigsten Leitzinsen und Markterwartungen (%)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Note: Abgeleitet aus Overnight-Index-Swaps (Laufzeit 3 Monate: USD – SOFR; GBP – SONIA; EUR – ESTR; CHF – CHF OIS)

DIE GEFAHR EINES ÜBERSCHIESSENS DER GELDPOLITIK KÖNNTE RELATIVIERT SEIN

Die großen Zentralbanken haben unmissverständlich signalisiert, dass sie ihre geldpolitische Strategie noch nicht abgeschlossen haben, und an den Geldmärkten sind weitere Erhöhungen der Leitzinsen bereits eingepreist (Abbildung 2). Ein Überschießen dieser Niveaus wäre aber keine große Überraschung. Wir bezweifeln, dass die Zinssätze anschließend so schnell sinken werden, wie es die Märkte derzeit erwarten: Wir gehen eher von einem Plateau als von einem Höchstwert aus, zumindest für das Jahr 2023.

Falls jedoch die Kerninflation ihren Höhepunkt erreicht und das Lohnwachstum verhaltener verläuft als es könnte - sei es aufgrund einer stillschweigenden Übereinkunft oder einfach der Geduld der Arbeitskräfte - nimmt die Wahrscheinlichkeit einer deutlich aggressiveren Geldpolitik ab. Die Notenbanken stehen unter Zugzwang, ihre Glaubwürdigkeit wiederherzustellen, wie wir hier schon mehrfach geschrieben haben. Wenn jedoch die Inflationsgefahr abnimmt, könnte ein dramatischerer Rücksetzer im Stil von Volcker sogar überflüssig sein.

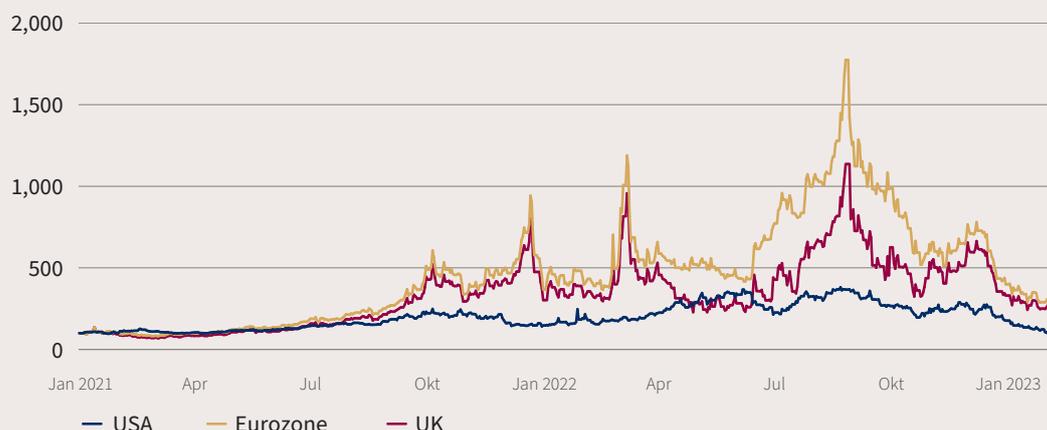
Nachdem wir immer der Meinung waren, dass die Inflation das größte wirtschaftliche Risiko darstellt, müssen wir uns nun ironischerweise fragen, ob - wie so oft - das rhetorische Pendel der Kommentatoren zu weit in diese Richtung ausgeschlagen hat.

Das bedeutet nicht, dass die Inflation ganz verschwinden oder auf die Niveaus des letzten Jahrzehnts zurückkehren wird: Vollbeschäftigung mag ein dehnbarer Begriff sein, aber wir sind ihr sicherlich so nahe wie seit vielen Jahren nicht mehr. Wir bezweifeln, dass die Inflation in absehbarer Zeit dauerhaft auf ihr Zielniveau zurückkehren wird, und sehen sie in den nächsten Jahren in einer Bandbreite von 2 bis 4 %.

Wenn die künftigen Leitzinsen jetzt tatsächlich in etwa im richtigen Bereich liegen, werden die Auswirkungen der höheren Zinssätze - wenn sie sich stärker bemerkbar machen - möglicherweise nicht so gravierend sein, dass sie den großen konjunkturellen Rückschlag mit sich bringen, der im größten Teil des letzten Jahres erwartet wurde. Wie schon erwähnt, könnte sich die Angebotslage als flexibler erweisen; die Gesamtnachfrage könnte weniger empfindlich auf die Nominalpolitik und die Hypothekenzinsen reagieren als erwartet; und andere Gegenwinde könnten sich in Rückenwinde verwandeln (die europäischen Erdgaspreise sind ein offenkundiger Kandidat für ein solches Szenario, Abbildung 3).

ABBILDUNG 3: WIRD AUS GEGENWIND JETZT RÜCKENWIND?

Großhandelspreise für Erdgas (neu berechnete Indizes, Januar 2021 = 100)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

WAS ES FÜR DIE ANLEGER BEDEUTET: DURCHBRECHEN DER WACHSTUMS-/ZINSSCHRANKE

Das Konzept der kollektiven Kapitalanlage lässt sich derzeit wie folgt zusammenfassen:

- Was gut für das Wachstum ist, ist schlecht für die Zinssätze.
- Was gut für die Zinssätze ist, ist schlecht für das Wachstum.

Dabei handelt es sich um eine Entweder-Oder-Weltanschauung, bei der es schwer vorstellbar ist, wie insbesondere die Aktienmärkte, die gute Nachrichten sowohl in Bezug auf das Wachstum als auch bei den Zinssätzen benötigen, nachhaltige Fortschritte machen werden. Aber es gibt auch andere Weltbilder, und einige von ihnen erlauben eine gesunde Koexistenz von Wachstum und Zinsniveau (während in anderen beide Faktoren leiden - Willkommen im Jahr 2022).

Die Bewertungen sind wichtig für die Entscheidung, welche Sicht der Welt sich durchsetzen kann: Vernünftige Bewertungen geben den Märkten mehr Spielraum. Aber das gilt auch für die Inflation - oder genauer gesagt, für die Disinflation. Das Erreichen des Höchststandes der nominalen Leitzinsen (und wohl auch des Plateaus der Realzinsen...) im Zuge des Rückgangs der Inflation nach 1981 und in einem Umfeld von Volkswirtschaften, die immer noch in der Lage waren, zu wachsen, führte sowohl bei Anleihen als auch bei Aktien zu einem lang anhaltenden Bullenmarkt. In einem anderen Kontext herrschte auch nach der Weltwirtschaftskrise eine Kombination aus anhaltendem Wachstum und niedrigen Zinsen (siehe unten). Etwas Ähnliches - wohlmerkt in einem viel kleinerem Maßstab - ist im kommenden Zyklus möglich.

Möglich, aber vielleicht noch nicht sehr wahrscheinlich. Anleihen sind nicht billig, insbesondere in Europa (einschließlich dem Vereinigten Königreich). Aktien sind angemessen bewertet, aber neben dem Restrisiko in Bezug auf die Zinssätze (und Anleiherenditen) sind auch die zyklischen Probleme bei den Unternehmensgewinnen noch nicht überwunden. Wir vertreten weiterhin die Ansicht, dass es noch zu früh ist, um eine wesentliche Aufstockung von Aktienbeständen oder eine umfassende Rückkehr zu Anleihen zu empfehlen.

Aber in jedem Fall ist die wahrscheinlichste Frage des Jahres 2023, wann man kaufen sollte, nicht wann man verkaufen sollte.

NACHWORT: WACHSTUM MUSS NICHT ENTÄUSCHEN.

Nach der Weltwirtschaftskrise war zu lesen, dass „die Zukunft nicht mehr das ist, was sie einmal war“, dass sich die längerfristigen Wachstumsaussichten verändert haben und dass der Welt eine „langfristige Stagnation“ bevorsteht.

Verschuldung, Demografie, Deflation und andere vermeintliche Hindernisse waren für viele Menschen gleichbedeutend mit einer Welt, in der Wachstum nicht mehr möglich ist. Der renommierte US-amerikanische Ökonom Robert Gordon meinte, dass uns vielleicht einfach das Potenzial für bahnbrechende Erfindungen ausgegangen sind.

Dies war verfrüht (wie Kevin Gardiner in seinem Buch *Making Sense of Markets* im Jahr 2015 schrieb). Das Wachstum war in den Nullerjahren unhaltbar stark- nach der Weltwirtschaftskrise stieg der Durchschnitt des BIP-Wachstums sowohl in Europa (einschließlich des Vereinigten Königreichs) als auch in den USA selbst auf Pro-Kopf-Basis wieder auf respektable Werte an (Abbildung 4).

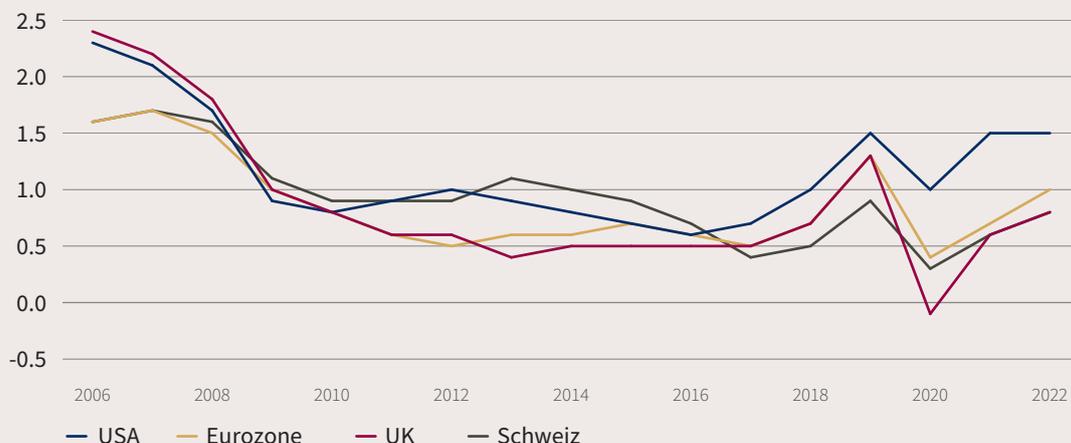
Der Fatalismus von damals ist mit voller Wucht zurückgekehrt. Wir lesen nicht nur, dass wir am Rande eines Abschwungs stehen, sondern auch, dass die Chancen auf langfristiges Wachstum gering sind.

Die geopolitischen Risiken sind so gegenwärtig und beunruhigend wie seit vielen Jahren nicht mehr, und zusammen mit dem Klimawandel stellen sie eine noch beängstigendere Perspektive dar als die Herausforderungen, von denen Experten nach der Weltwirtschaftskrise sprachen. Beides bedeutet jedoch nicht zwangsläufig, dass das Wachstum enden muss - nicht zuletzt, weil sich die globale Wirtschaft selbst weiterentwickelt und immer immaterieller wird, während wir immer mehr digitale und dienstleistungsbezogene Inhalte konsumieren.

Die Wachstumsphase kann nicht ewig anhalten. Aber die verbindlichen Beschränkungen für den Umfang dessen, was wir als Wirtschaftsleistung bezeichnen (und bewerten), sind schwer fassbar, und das Wachstum könnte zumindest für die Dauer des typischen Investitionshorizonts (oder drei) anhalten.

ABBILDUNG 4: ERHOLUNG DES TRENDWACHSTUMS NACH DER WELTWIRTSCHAFTSKRISE

Reales BIP pro Kopf (10-Jahres-Durchschnitt, in %)



Quelle: Refinitiv Datastream, Rothschild & Co

Anmerkung: Auf Grundlage jährlicher Daten, 2022 teilweise geschätzt

Update zur Inflation: Der Druck lässt nach

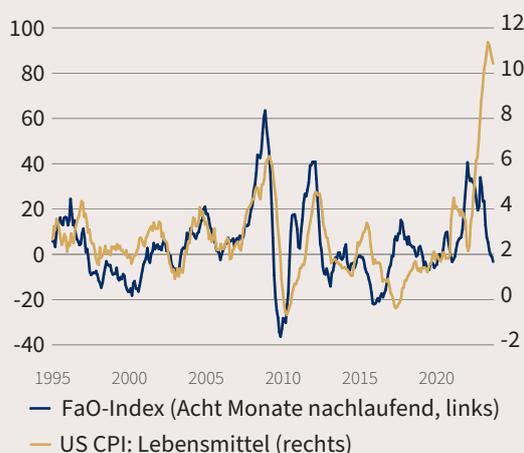
Das Inflationsumfeld hat sich in den meisten großen Volkswirtschaften weiter verbessert: Die Gesamtinflationsrate in den USA ist nun bereits sechs Monate in Folge gesunken, und auch in Europa ist ein Rückgang zu verzeichnen. Hier verspricht der Einbruch der Erdgaspreise weitere Fortschritte. Die Kerninflationsraten (d. h. ohne Lebensmittel und Energie) - erweisen sich - vor allem in Europa - als robuster, obwohl es immer mehr Anzeichen dafür gibt, dass die weltweite Teuerungswelle abebbt.

Zum einen haben sich die Rohstoffpreise auf breiter Front abgeschwächt. Die weltweiten Lebensmittelpreise sind seit fast einem Jahr rückläufig (laut dem Welternährungspreisindex der UN FAO), und die jährliche Preisveränderung ist seit einigen Monaten negativ (Abbildung 5). Die Lebensmittelpreise in den Supermarktregalen enthalten auch die Kosten für die Verarbeitung und den Vertrieb, nicht nur für die Primärrohstoffe, aber wie Abbildung 5 zeigt, ist zu erwarten, dass die VPI-Raten für Lebensmittel in den einzelnen Ländern in den kommenden Monaten ebenfalls gegen Null gehen werden.

Auch der Energiepreisschock hat nachgelassen. Die Ölpreise (in US-Dollar) waren in den letzten 12 Monaten rückläufig; die Erdgas-Benchmarks im Vereinigten Königreich und in der Eurozone liegen beide rund 80 % unter ihren jeweiligen Sommerhöchstständen. Bei Erdgas ist es den europäischen Regierungen anscheinend gelungen, sich anzupassen und die russischen Lieferungen zu ersetzen: Die Gasspeicher beispielsweise sind für diese Jahreszeit gut gefüllt (Abbildung 6).

ABBILDUNG 5: WELTMARKTPREISE FÜR WICHTIGE GRUNDNAHRUNGSMITTEL WEITER GESUNKEN

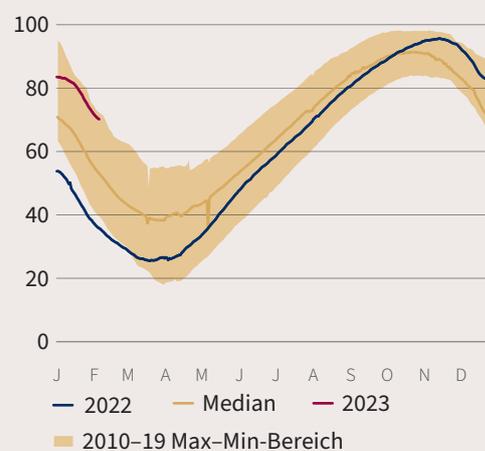
Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quelle: Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der Vereinten Nationen (FAO), US Bureau of Labor Statistics, Refinitiv Datastream, Rothschild & Co

ABBILDUNG 6: EUROPÄISCHE GASSPEICHER WEITERHIN GUT GEFÜLLT

% der Gesamtkapazität



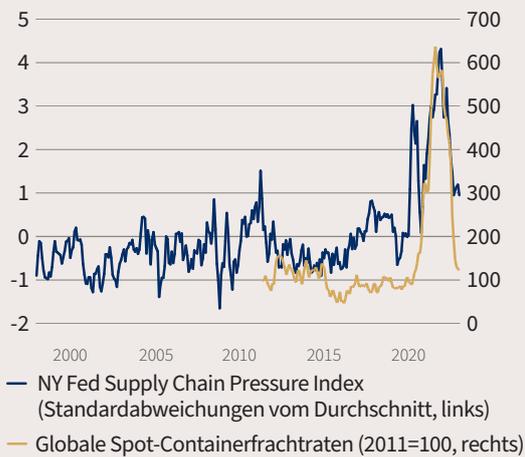
Quelle: Gasinfrastruktur Europa - AGSI, Bloomberg, Rothschild & Co

Europa könnte im nächsten Winter mit einem schwierigeren Szenario konfrontiert sein: Zugegebenermaßen war es in diesem Jahr wärmer als erwartet, und die Gasimporte aus Russland sind fast zum Erliegen gekommen. Auf lange Sicht jedoch wird eine Substitution wahrscheinlicher. Bis dahin dürften günstige Basiseffekte einen weiteren Anstieg der Verbraucherpreis-inflation im Energiesektor verhindern, selbst wenn die Preise wieder anziehen sollten.

Darüber hinaus haben sich die Unterbrechungen der Lieferkette weiter verringert. Die Kosten für weltweite Containerfrachten sind inzwischen wieder auf das Niveau vor der Pandemie zurückgekehrt, da sich die Nachfrage abgekühlt hat und das Angebot wieder gestiegen ist (Abbildung 7). Der Global Supply Chain Pressure Index der New Yorker Fed liegt ebenfalls deutlich unter seinem Höchststand, wenn auch weiterhin über dem „Durchschnitt“, vermutlich infolge der COVID-bedingten Beschränkungen in China.

ABBILDUNG 7: SPANNUNGEN IN DER LIEFERKETTE LASSEN WEITER NACH

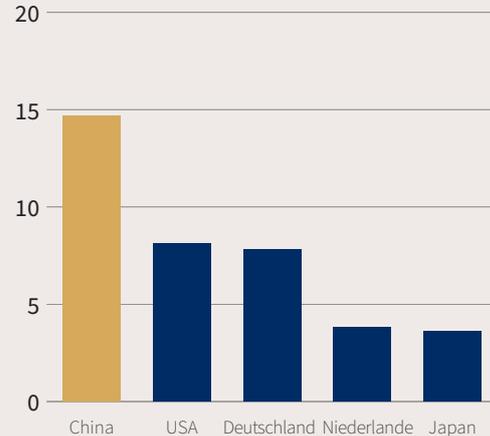
Verschiedene Kennzahlen



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

ABBILDUNG 8: CHINA DOMINIERT DEN WELTHANDEL

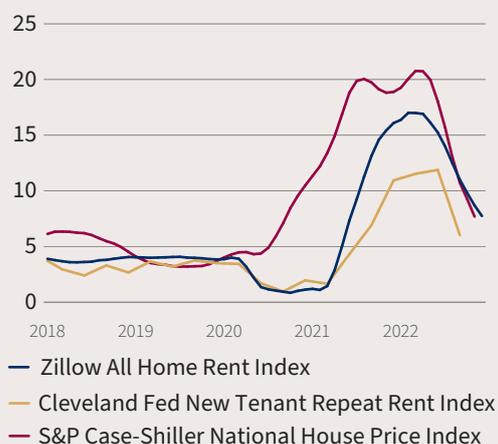
Anteil an den weltweiten Warenexporten (% , 2020)



Quelle: UNCTAD, Rothschild & Co

ABBILDUNG 9: ANSTIEG DER MIETEN UND HAUSPREISE FLACHT AB

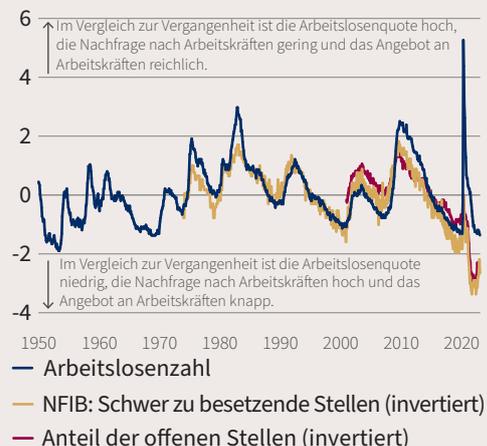
Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quelle: Zillow, Federal Reserve Bank of Cleveland, S&P/Case-Shiller, Bloomberg, Rothschild & Co

ABBILDUNG 10: NUR ZAGHAFT ANZEICHEN FÜR EINE ABSCHWÄCHUNG AM US-ARBEITSMARKT

Normalisierte z-Scores



Quelle: US Bureau of Labor Statistics, US NFIB, Bloomberg, Rothschild & Co

China hat seine Wirtschaftstätigkeit seither wieder geöffnet, was die Angebotsseite der Weltwirtschaft stärker unterstützen dürfte. Auf China entfielen 2020 fast 15 % der weltweiten Warenexporte, fast doppelt so viel wie auf die USA (Abbildung 8). Die Preise für bestimmte Rohstoffe, wie z. B. Industriemetalle, könnten im Zuge dieser Wiedereröffnung ebenfalls anziehen. Doch die Bewegungen waren bisher begrenzt: Der Bloomberg Industrial Metals Index ist seit Dezember um weniger als 5 % gestiegen. Außerdem dürfte die wiederauflebende Nachfrage Chinas das *globale* Versorgungsnetz nicht allzu sehr stören, da viele Konsumgüter dort produziert werden. Der Nettoeffekt der Wiedereröffnung Chinas könnte letztendlich zu einem Rückgang der güterseitigen VPI-Inflation in den USA und in Europa führen.

Auch werden insbesondere in den USA die Auswirkungen der höheren Wohnkosten nachlassen. Die Preise für Unterkünfte, die etwa ein Drittel des gesamten US-Inflationskorbs ausmachen, könnten endlich zurückgehen, wenn die mietbezogene Inflation weiter nachlässt. Verschiedene Messgrößen, darunter der Rückgang der Hypothekenzinsen (Abbildung 9), werden sich allmählich bemerkbar machen. Aufgrund von Messproblemen kann es einige Zeit dauern, bis sich diese Beobachtungen in den Daten widerspiegeln (der Verbraucherpreisindex für Unterkünfte erfasst die *Durchschnittskosten* des gesamten Wohnungsbestands und nicht die *Grenzkosten* eines Umzugs oder der Verlängerung eines Mietvertrags).

So bleibt die angespannte Arbeitsmarktlage wohl der beunruhigendste Faktor in der Inflationsgleichung. Die Arbeitslosenquoten in den USA und Europa befinden sich auf einem historischen Tiefstand, während die Messgrößen für die Nachfrage und das Angebot an Arbeitskräften nur zaghafte Anzeichen für eine Abschwächung erkennen lassen (Abbildung 10). Dennoch ist das reale (inflationsbereinigte) Lohnwachstum in den meisten Teilen der Welt nach wie vor negativ, in den USA ist das nominale Lohnwachstum sogar zurückgegangen: Wie wir oben vermutet haben, finden sich die westlichen Arbeitnehmer vielleicht stillschweigend mit einem Austausch von mehr Arbeitsplätzen und einem passiveren Lohnwachstum ab.

Die Arbeitsmärkte haben im Laufe der Jahre zahlreiche strukturelle Veränderungen durchlaufen: Der Grad der gewerkschaftlichen Organisation ist weitaus geringer, insbesondere im privaten (preisbestimmenden) Sektor; die Arbeitgeber sind bessere Manager; der gesetzliche Rahmen für Streiks ist restriktiver; durch die Globalisierung hat sich das Angebot an Arbeitskräften vergrößert; die Struktur der Produktion hat sich stark verändert; und in jüngster Zeit hat die Arbeit im Home-Office die Arbeitsweisen beeinflusst.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Inflationsdruck weltweit weiter nachgelassen hat, was unsere Einschätzung bestärkt, dass die Gesamt- und Kerninflationen im Laufe dieses Jahres sinken werden. Es ist wahrscheinlich noch zu früh, um auch nur kurzzeitig mit einer Rückkehr zu den weithin angestrebten 2 % im Jahr 2023 zu rechnen - insbesondere bei den trägeren Kernraten. Dennoch sollte die Entwicklung in Richtung einer Verbesserung tendieren.



Wachablösung bei den führenden Investments ?

Der von den USA dominierte Konjunkturzyklus und die Vormachtstellung des dortigen Aktienmarktes haben die Weltwirtschaft in den letzten drei Jahrzehnten maßgeblich geprägt. Wir stellen häufig fest, dass der US-Zyklus für die globalen Portfolios am bedeutendsten ist: Die USA sind die größte Volkswirtschaft (in US-Dollar) und verfügen über die investierbarsten und größten Kapitalmärkte, die stetig Kapital und ausländische Investitionen anziehen (Abbildung 11). Außerdem stellt sie zu ihrem Vorteil die Weltreservewährung, während die Maßnahmen der US-Notenbank zur Festlegung der weltweiten risikofreien Zinssätze beitragen.

Diese finanzielle Vormachtstellung schien jedoch Ende 2022 zu schwinden, weil Führungsrollen von anderen Ländern übernommen wurde. Wird sich dieser Trend fortsetzen?

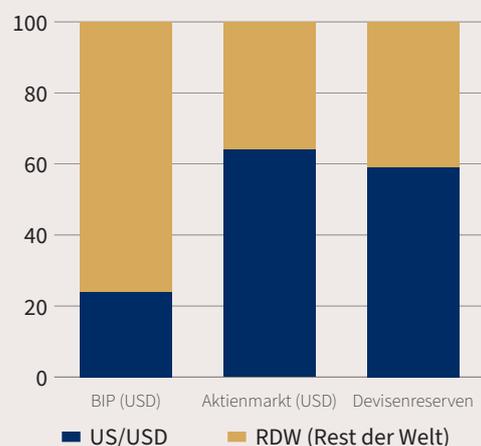
Im letzten halben Jahrhundert gab es große Wendepunkte im relativen Börsenschicksal von Nicht-US-Unternehmen, vor allem in den 1970er und 1980er Jahren sowie in den Nullerjahren (Abbildung 12). Ein Großteil der enttäuschenden Wertentwicklung der USA in diesen beiden Zeiträumen ist auf den blasenartigen Aufstieg Japans gegen Ende der 80er Jahre zurückzuführen (japanische Aktien fielen anschließend 80 % von ihrem Höchststand bis zum Tiefpunkt und haben sich auf Kursbasis noch immer nicht erholt) sowie auf das Platzen der überschwänglichen Technologieblase der frühen Nullerjahre.

Ein engerer Vergleich zwischen den USA und Europa ergab beispielsweise, dass der Trend stärker in eine Richtung ging. Als Investor haben Sie sich auf eigenes Risiko zu einer Abkehr von US-Werten entschieden.

Wenn sich jedoch die relativen Wachstumsaussichten verschieben und die globale Risikobereitschaft zunimmt, und wenn wir uns auf ein plateauartiges „höher für länger“-Zinsszenario einstellen, könnten wir durchaus eine Verlagerung weg von den USA und ihrer großen Gewichtung in „Big Tech“- und Wachstumswerten zugunsten anderer internationaler Märkte erleben - zumindest zyklisch, wenn nicht langfristig.

ABBILDUNG 11: DIE DOMINANTE STELLUNG DER USA IN DER WELT

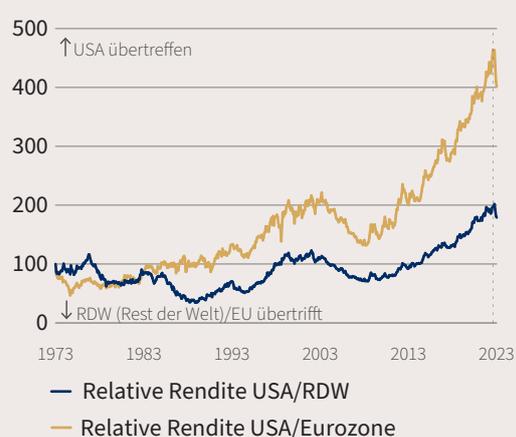
USA im Vergleich zum Rest der Welt (%)



Quelle: Bloomberg, IWF, MSCI, Rothschild & Co

ABBILDUNG 12: RELATIVE AKTIENRENDITEN (USA VS. REST DER WELT)

Gesamttrendite in USD, indiziert (1973 = 100)



Quelle: Refinitiv Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

Zu den potenziellen Gewinnern gehört auch der kontinentaleuropäische Markt. Das Wirtschaftswachstum im Euroraum liegt zwar immer noch hinter dem der USA zurück, aber die Prognosen für das Jahr 2023 werden nach oben korrigiert, und die Erwähnungen einer bevorstehenden Rezession werden leiser, in letzter Zeit deutlicher als in den USA. Und wenn sich das globale Wachstum wieder beschleunigt, vor allem, wenn Chinas Aufschwung weiter Fahrt aufnimmt, könnten international integrierte und exportierende europäische Unternehmen und der zyklisch ausgerichteter Aktienmarkt Europas am stärksten davon profitieren.

Die Bewertungen könnten eine solche Umschichtung begünstigen. Die USA sind in der Regel der teurere Markt, was auf das bessere langfristige Wachstum und die höhere Rentabilität zurückzuführen ist (die trendmäßige Eigenkapitalrendite ist in den USA fast zwei Drittel so hoch). Die Bewertungslücke war in den letzten Jahren ungewöhnlich groß, hat sich aber in letzter Zeit normalisiert. Aus taktischer Sicht scheinen die europäischen Unternehmensgewinne stabil zu sein, und die Schätzungen für künftige Entwicklungen scheinen nach oben zu tendieren, während die Gewinnerwartungen in den USA anscheinend auf einem Plateau verharren (Abbildung 13).

Wie an dieser Stelle schon öfter erwähnt, ist die Bewertung allein allerdings kein gutes Instrument für das kurzfristige Markt-Timing. Sollten die Märkte jedoch eine Korrektur zu ihren Mittelwerten vollziehen, lassen die überdurchschnittlich hohen relativen Renditen und relativen Bewertungen vermuten, dass Europa noch einen weiteren Weg vor sich haben könnte.

Viele Faktoren, die die relative Attraktivität der Aktienmärkte bestimmen, beeinflussen auch die Währungen, und die Stimmung für den US-Dollar hat sich in den letzten Monaten verschlechtert: Die Anziehungskraft dieser Währung ist am geringsten, wenn der globale Risikoappetit stabil ist und das US-Wachstum mäßig scheint - außerdem könnte die Fed von nun an weniger Zinserhöhungen beschließen als die EZB. Die frühere Schwäche des Euro hatte die Wettbewerbsfähigkeit der dortigen Unternehmen verbessert, was den Eindruck verstärkte, dass eine Verschiebung bei den künftigen Wachstumsaussichten bevorsteht.

Für eine Aussage darüber, ob die Eurozone im nächsten Zyklus die Führung übernehmen wird, ist es noch zu früh, aber die schon lange gehegte Annahme, dass der US-Markt den Aktienmarkt nach oben treiben muss, könnte zumindest vorläufig hinfällig sein.

ABBILDUNG 13: BEWERTUNGEN AM AKTIENMARKT

Konjunkturbereinigte KGVs (CAPE-Ratios)



Quelle: Refinitiv Datastream, Rothschild & Co

Devisen- und Multi-Asset-Portfolios: eine Makro-Betrachtung

DAS WECHSELKURSRISIKO KANN PORTFOLIOMANAGER VIEL ZEIT UND KREATIVITÄT KOSTEN, OFT MIT SCHEINBAR GERINGEM ERFOLG. HIER EIN ANSATZ ZUR ERKLÄRUNG DER PROBLEME DES TOP-DOWN-MANAGEMENTS.

Als erstes ist festzustellen, dass Währungen keine eigenständigen Vermögenswerte, sondern Merkmale von Vermögenswerten sind. Wenn wir ein Währungs-Engagement eingehen möchten, müssen wir also zunächst definieren, in welcher Form wir es halten wollen. Wir können „Pfund Sterling“ nämlich genauso wenig besitzen wie „Blau“.

Ob Währungsengagements Vermögenswerte attraktiver oder unattraktiver machen, hängt davon ab, wie sie sich unserer Meinung nach auf die voraussichtlichen Renditen und die Volatilität unseres Portfolios in der Heimatwährung auswirken (die Volatilität ist ein Indikator für das Risiko).

Die meisten Vermögenswerte lauten auf eine einzige Währung, dennoch werden ihre Preise häufig von anderen Währungen beeinflusst. Die inländischen Kurse vieler Aktien werden indirekt durch wechselkursbedingte Auswirkungen auf die Kosten von Importen, die Preise ausländischer Konkurrenten, Investitionen im Ausland usw. beeinflusst. Um die obige Analogie zu erweitern: Es gibt in den Portfolios möglicherweise nur wenige Primärfarben.

Der genaue Einfluss von Währungen auf Aktien (d.h. auf den Großteil eines typischen Multi-Asset-Portfolios) ist unbekannt und lässt sich nicht beziffern. Der Ausweis von Umsätzen und Kosten nach geografischen Merkmalen sowie von Termingeschäften (Hedging) bei Verkäufen/Käufen von Kosten und Forderungen von Fremdwährungen ist nicht vorgeschrieben. Selbst wenn es so wäre, würde es uns nicht viel helfen. Eine vollständige Absicherung aller relevanten Währungen wäre ein komplexes und teures Unterfangen - und der Einfluss von Wechselkursen auf Einnahmen und Gewinne geht über die Umrechnung von Rechnungen hinaus und umfasst auch nicht-modellierbare Veränderungen des Verhaltens von Kunden und Lieferanten.

DIE MESSUNG DER AUSWIRKUNGEN VON WÄHRUNGEN IST PROBLEMATISCH

Wenn das Währungsrisiko selbst bei sorgfältigster Analyse des zugrunde liegenden Vermögenswerts vorab nicht genau gemessen werden kann, lässt es sich auch nicht überzeugend durch eine nachträgliche Untersuchung der Korrelation unseres Portfolios mit bestimmten Wechselkursen genau bestimmen. Solche Korrelationen spiegeln Dinge wie den globalen Risikoappetit und die Wahrnehmung einiger Währungen als „sicherer“ als andere wider - und diese Faktoren ändern sich im Laufe der Zeit oft auf unvorhersehbare Weise. So galt beispielsweise der japanische Yen früher als „sicherer Hafen“.

Da es sich bei Währungen um ein zusätzliches Merkmal handelt, das neben anderen wie Sicherheit, Duration und Liquidität zu berücksichtigen ist, wird angenommen, dass das Währungsengagement die Volatilität eines Portfolios wesentlich erhöht. Das ist jedoch nicht immer der Fall: Verschiedene Vermögenswerte weisen von vornherein unterschiedliche Volatilitätsniveaus auf und/oder werden von Wechselkursen unterschiedlich beeinflusst.

Jede zusätzliche Volatilität, die durch auf Fremdwährungen lautende Vermögenswerte entsteht, könnte einen Teil der Volatilität des ursprünglichen Portfolios ausgleichen. Diese zusätzliche Volatilität ist möglicherweise für sich betrachtet geringer als die Wechselkursschwankungen allein vermuten lassen.

Die Kurse von US-Aktien in US-Dollar können beispielsweise durch Veränderungen des Dollarkurses beeinflusst werden (häufig führt ein stärkerer Dollar zu niedrigeren US-Aktienkursen - und damit zu geringeren Bewegungen der US-Aktienkurse in Pfund Sterling oder Euro als bei den entsprechenden Wechselkursen). Es ist sogar möglich, dass die anfängliche Volatilität der lokalen Währung durch die Wechselkursvolatilität verringert wird.

WECHSELKURSE KÖNNEN VOLATIL SEIN

Wechselkurse sind für sich betrachtet „in der Regel“ volatiler als Anleihen in lokaler Währung (ebenso Bargeld und Termineinlagen), aber viel weniger volatil als Aktien. Sie sind sehr sichtbar und von großem Interesse, wobei ihre langfristige Bedeutung - sowohl für die Volkswirtschaften als auch für die Portfolios - oft überschätzt wird. Währungsschwankungen sind oft mehr Wirkung als Ursache. Sie werden von den Faktoren bestimmt, die für die zugrunde liegende Performance wichtig sind.

Die Bestände an Anleihen und Bargeld sind vielleicht am ehesten mit reinen Instrumenten in einer einzigen Währung (Primärfarbe) vergleichbar, obwohl es auch hier einige indirekte Auswirkungen gibt - wenn beispielsweise die Importkosten die Inflationsraten beeinflussen, die wiederum die Geldpolitik und die Anleiherenditen bestimmen.

Wenn wir solche Vermögenswerte - Anleihen und Bargeld - in erster Linie aufgrund ihrer Stabilität besitzen, dürfte es kaum sinnvoll sein, sie als Vermögenswerte in einer Fremdwährung zu besitzen. Der ausländische Vermögenswert kann eine höhere Rendite generieren, aber selbst, wenn er an sich nicht riskanter ist als der inländische Vermögenswert, kann er mit einem zusätzlichen Währungsrisiko verbunden sein. Wie bereits erwähnt, wird dieses Risiko nicht immer eintreten - „Carry“ war in den Nullerjahren eine erfolgreiche Strategie für verwaltete Devisenfonds - aber es ist real.

Man kann dieses Risiko absichern, aber nur, indem man einen Teil der zusätzlichen Rendite als Prämie an den Terminmärkten bezahlt (oder durch den Kauf teurer Optionen). Wenn der ausländische Vermögenswert eine geringere Rendite abwirft, wird die Absicherung eine zusätzliche Rendite generieren und die Rendite näher an die des inländischen Vermögenswerts heranbringen - aber warum sollte man sich dann überhaupt die Mühe machen? Daraus ergibt sich, dass Anleihen und Einlagen in der Regel in der Heimatwährung gehalten werden sollten.

Die Devisenmärkte sind liquide und transparent und in technischer Hinsicht äußerst „effizient“. Anlageberater können nicht glaubhaft behaupten, dass sie mit ihren Einschätzungen zur Entwicklung der Wechselkurse stets einen Mehrwert schaffen können. Da sich Inflation und Zinssätze angenähert haben, ist diese Überzeugung noch seltener geworden.

ES IST AUCH SCHWIERIG, VON LANGFRISTIGEN TRENDS ZU PROFITIEREN

Trends treten ebenso wie gelegentliche extreme Bewertungen auf. Die erfolgreiche Nutzung von Trends setzt hervorragende Kenntnisse über den Hochfrequenzhandel und das Fehlen fester Überzeugungen zu (unter anderem) Bewertungen voraus. Um von extremen Bewertungen zu profitieren, ist möglicherweise eine völlig unwirtschaftliche Menge an Geduld und eine Gleichgültigkeit gegenüber dem Momentum-Faktor erforderlich.

Die Fragestellung der Portfolios im letzten halben Jahrhundert war vor allem, wie man sich am effektivsten für einige langfristige, aber episodische (d.h. zeitlich nicht vorhersehbare) direktionale Tendenzen positioniert - wie z.B. für den Fall, dass das Pfund Sterling sinkt, und für den Fall, dass der französische Franc steigt. Für britische Anleger, die in globale Aktien investieren, waren die Renditen in Pfund Sterling höher als die in ausländischen Währungen, während für Schweizer Anleger die Renditen in Schweizer Franken niedriger waren als in ausländischen Währungen. Das deutet darauf hin, dass der systematische Verkauf („Hedging“) von Fremdwährungen für britische Anleger teuer, für Schweizer Anleger jedoch vorteilhaft gewesen wäre.

Da die Differenz zwischen britischen und ausländischen Zinssätzen in der Praxis jedoch mehr oder weniger dem Rückgang des Pfunds entsprach, führte die Absicherung zu einem positiven „Carry“, und die abgesicherten Renditen in Pfund Sterling unterschieden sich kaum von den ungesicherten Renditen. Für die Schweizer Anleger wäre eine Hedging-Strategie interessant gewesen, aber die Auswirkungen wären durch die relativ niedrigen Schweizer Zinssätze wieder nivelliert worden, wodurch die Strategie teuer wurde.

In den letzten Jahren hat die Konvergenz von Inflation und Zinssätzen die Kosten für die Absicherung an den Terminmärkten gesenkt, gleichzeitig aber auch die direktionalen Tendenzen der Wechselkurse verringert. Wie wir im Jahr 2022 gesehen haben, sind die direkten Kosten der Absicherung dabei nicht die einzige Überlegung: Die Absicherung einer Währung, die steigt, kann zu Problemen führen (und zu Cash-Calls auf Futures-Positionen). Die Belege für die Auswirkungen von Absicherung auf die Volatilität im Gegensatz zu den Auswirkungen auf die Renditen sind weniger eindeutig: In den meisten Fällen haben Absicherungen bei den meisten großen Währungen die Volatilität nur geringfügig verringert.

FAZIT

In typischen Multi-Asset-Portfolios kann das Währungsrisiko nur annäherungsweise erfasst werden. Bei der Diversifizierung eines Portfolios sind Einlagen und Anleihen wohl am besten als Vermögenswerte in zu halten. Auf der Ertragsseite können Terminverkäufe von ausländischen Währungen dazu beitragen, die Volatilität und das währungsbedingte „Rauschen“ von Portfolios zu verringern und/oder das Sicherheitsempfinden nervöser verbessern. Der Erfolg dieser Strategie ist jedoch nicht garantiert.

Der Umfang solcher Verkäufe könnte das Ausmaß ihrer geschätzten Auswirkungen auf die Portfoliovolatilität, einige grundlegendere Überlegungen wie die Offenheit der Heimatwirtschaft des Anlegers oder allgemeinere makroökonomische Überlegungen (wie extreme Bewertungen) widerspiegeln. Es gibt jedoch keinen „richtigen“ Betrag, und es können erhebliche Kosten (Opportunitätskosten und direkte Kosten) entstehen. In einer zunehmend integrierten globalen Wirtschaft - in der nur wenige Vermögenswerte von einer einzigen Währung beeinflusst werden - kann es auch eine glaubwürdige Strategie sein, „nichts“ zu tun, insbesondere für Anleger mit hoher Risikotoleranz.

Die Entscheidung wird vom Risikoappetit der Anleger und ihrer Portfoliomanager sowie von den wahrgenommenen Marktbedingungen und Korrelationen abhängen. Eine Standardvorgabe könnte eine pragmatische Herangehensweise sein, bei der das Währungsrisiko in der Nähe eines geschätzten Mittelwerts zwischen vollständig ungesichert und vollständig abgesichert positioniert ist.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

WACHSTUM: GROSSE VOLKSWIRTSCHAFTEN

Optimismus der Unternehmen:
Standardabweichungen



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co
Zusammenges. zukunftsger. Komponenten der Umfragen im verarb. Gewerbe:
China, Deutschland, Japan, GB, USA lose gewichtet nach GDP

G7 INFLATION

%, zum Vorjahr



Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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



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

AKTIEN/ANLEIHEN - REL. BEWERTUNGEN



— 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	-9.8	-9.9
10-J.-US-Gilt	3.3	-10.9	-15.8
10-J.-Bundesanleihen	2.4	-14.3	-18.7
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	1.4	-6.4	-13.5
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.5	-2.0	-3.2
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	3.5	-6.8	-7.2
Globale Anl.: Hochzins (USD)	8.6	-4.7	-0.7
EM (USD)	7.1	-9.7	-10.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

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

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.2	-5.8	21.7
DM	2.1	-5.3	23.8
EM	3.0	-9.3	7.3
US	1.6	-8.6	27.5
Eurozone	3.1	1.1	14.9
UK	3.7	9.5	18.7
Schweiz	2.9	-6.1	5.8
Japan	2.6	4.2	22.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE DEWEISENKURSE

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	114	5.1	3.8
Euro (EUR)	130	1.5	6.3
Yen (JPY)	79	-7.7	-16.1
Pfund (GBP)	78	-5.9	-2.2
Schweizer Franken (CHF)	182	7.1	11.6
Chin. Yuan (CNY)	143	-1.4	9.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	271	4.4	59.3
Brent Rohöl (\$/b)	85	-6.3	56.2
Gold (\$/oz.)	1,875	2.7	19.4
Industriemetalle (1991 = 100)	365	-6.5	61.9
Impl. Aktienvolatilität (VIX,%)	20	-8.4	26.9
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	101	21.8	53.6

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
8. Februar 2023.

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.