



MARKTAUSBLICK | JULI 2023

Zinsen, Rezessionen und Roboter

Vorwort

INHALT

- 3 Der Konjunkturzyklus:
Stand der Dinge
- 7 Update zur Inflation
- 10 Eine schmaler Grat:
KI und Aktien im Jahr
2023
- 13 KI im Kontext

Mit Blick auf die Konjunktur sind wir immer noch nicht über den Berg. Die Wirtschaft hat sich besser gehalten als von vielen befürchtet, allerdings lässt das Wachstum weiterhin nach, während die Zinsen weiter steigen. Die Probleme im Bankensektor sind etwas in den Hintergrund getreten, könnten aber jederzeit wieder aufflackern.

Trotz allem erscheint uns ein dramatischer Abschwung, der die Arbeitslosigkeit in den westlichen Ländern noch deutlich höher treiben und die globale Rentabilität stark beeinträchtigen könnte, weder notwendig noch wahrscheinlich. Es gibt ein merkwürdiges Gesetz aus der Ökonomie, das besagt, dass die Widerstandsfähigkeit von heute nur zu späterer Schwäche führen kann - aber warum? Die Schätzungen des Trendwachstums könnten zu niedrig sein. Und wenn es durch das Angebot angeführt wird, ist die Koexistenz eines anhaltenden Wachstums mit sinkender Inflation (und einem Höchststand oder zumindest einer Stagnation der Zinssätze) denkbar. Im Folgenden aktualisieren wir unsere «Inflationsbeobachtungen».

Für die europäischen Unternehmen und Verbraucher stehen immer noch niedrigere Energiepreise in Aussicht. Eine solche Entwicklung dürfte die Nachfrage durchaus auf eine inflationsfreundliche Art und Weise stützen und den steigenden Zinssätzen (die selbst hier im Vereinigten Königreich weniger Haushalte treffen als früher) den Schrecken - zumindest zu einem gewissen Grad - nehmen. Es mag noch zu früh sein, auf eine optimistischere Haltung gegenüber Risikoanlagen umzuschwenken, dennoch ist es die Richtung, in die wir uns bewegen werden.

Tatsächlich haben sich die weltweiten Aktienmärkte von den Tiefstständen des letzten Herbstes deutlich erholt. Haben wir diesen Zug verpasst?

Das sehen wir nicht so. Wir waren nicht besonders pessimistisch: Wir sind von vornherein nicht völlig von diesem Zug abgesprungen. Und bis heute ist die Aufwärtsbewegung weitgehend auf den Technologiesektor beschränkt. Das bedeutet nicht, dass sie nicht real ist, auch wenn einige der Behauptungen, die hinsichtlich der KI aufgestellt werden, stark in diese Richtung übertreiben, wie wir im Weiteren feststellen werden. Die Bewertungen sind im Grossen und Ganzen noch recht angemessen.

Der Zug mag sich zwar in Bewegung gesetzt haben, aber es ist immer noch Zeit, mutig einzusteigen - und wenn wir das tun, haben wir möglicherweise einen langen Weg vor uns.

Die nächste Ausgabe des Marktausblicks erscheint Ende August/Anfang September.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Globale Anlagestrategen

Bildquellen: Nahaufnahme einer Banknote, die die Texturen und einzigartigen Muster auf der Banknote mit hellblauen und grünen Tönen zeigt, erstellt von Dall-E2 by OpenAI.

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:
Juli 2023.
Daten: alle Angaben per 30. Juni 2023,
Text per 29. Juni 2023.

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



Der Konjunkturzyklus: Stand der Dinge

ES HÄTTE SCHLIMMER KOMMEN KÖNNEN

Die Weltwirtschaft konnte sich besser halten, als viele befürchtet hatten. Wir bewegen uns nun seit mehr als einem Jahr in einem Umfeld der intensiven Ausschau nach wirtschaftlichen Turbulenzen. Sowohl in den USA als auch in der Eurozone sind in diesem Zeitraum zu verschiedenen Zeitpunkten technische Rezessionen aufgetreten, bisher aber nie in einem Masse, das eine Beschreibung als echten Abschwung rechtfertigt. Und zumindest in einer grossen Volkswirtschaft - dem Vereinigten Königreich - ist der mit Nachdruck prognostizierte Abschwung nicht eingetreten, wie die Bank of England, der IWF und die OECD eingeräumt haben (auch wenn Sie von ihren Feierlichkeiten vielleicht nichts mitbekommen haben). Die Arbeitslosenquoten in den westlichen Ländern liegen weiterhin in der Nähe ihrer historischen Tiefststände.

Diese Widerstandsfähigkeit hält möglicherweise nicht ewig. Wie lange müssen wir warten, bis wir eine Entwarnung geben können? Brauchen wir ein solches Signal überhaupt, um Risikoanlagen optimistischer zu bewerten?

In den letzten Wochen haben «weiche» Daten wie die vielbeachteten Konjunkturmfragen signalisiert, dass sich die Abkühlung in den grossen Volkswirtschaften in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen wird. Mit einer Geldpolitik, die weiter gestrafft wird - oder zumindest kaum gelockert wird - ist es unwahrscheinlich, dass die Umfragen bald wieder rundum erfreuliche Rückmeldungen liefern. Die «härteren» Daten, also Ausgaben, Wohnungsverkäufe, Beschäftigung, scheinen aber weniger anfällig. Diese Entwicklung folgt einer früheren Phase, in der sich die Dinge andersherum verhielten und die Umfragen optimistischer ausfielen. Am besten ist das in den USA zu beobachten, wo die Inflation am deutlichsten zurückgeht, das betrifft dort sowohl die Kern- als auch auf die Gesamtinflationsrate, und wo die Zinssätze ihrem Höchststand am nächsten gekommen sein könnten.

UNTERSTÜTZUNG IST AUF DEM WEG

Auch von den Energiemärkten ist weiterhin Unterstützung zu erwarten. Die Benzinpreise sind auf beiden Seiten des Atlantiks gegenüber den Höchstständen des letzten Sommers deutlich zurückgegangen. Die Grosshandelspreise für Erdgas in Europa haben trotz der jüngsten Produktionsausfälle wieder das Niveau vom Ende des Jahres 2021 erreicht. Die Auswirkungen der Geldpolitik könnten in letzter Konsequenz hinter den Erwartungen zurückbleiben: Im Vereinigten Königreich bedeutet die weithin zitierte Schätzung, dass 1,5 Millionen Haushalte bald mit einem starken Anstieg der Hypothekenzinsen konfrontiert sind, dass mehr als 25 Millionen Haushalte nicht davon betroffen sind.

Viele dieser gefährdeten Haushalte werden zu dem Zeitpunkt, an dem die höheren Zahlungen fällig werden, ihr nominales Einkommen seit der Aufnahme der Darlehen erheblich gesteigert haben. Damit sollen keine Problematiken verharmlost werden, sondern es soll lediglich darauf hingewiesen werden, dass sie möglicherweise nicht so weit verbreitet sind, wie es die Schlagzeilen vermuten lassen (genau deshalb werden diese Zahlen in absoluten Zahlen und nicht als Anteile angegeben).

GUTE NACHRICHTEN MÜSSEN NICHT SCHLECHT SEIN

Wenn die Mauer der Sorge besonders beängstigend schient - wie es seit Anfang 2022 der Fall ist - konzentriert sich die öffentliche Debatte auf die negativen Dinge und ist nicht in der Lage, sich positivere Szenarien vorzustellen. Selbst gute Dinge werden dann als schlecht eingestuft - ein klassischer Fall ist die bisherige wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit und die Möglichkeit, dass sie anhalten könnte.

So wird beispielsweise behauptet, dass das Ausbleiben eines dramatischeren Abschwungs in der Vergangenheit einen noch stärkeren Abschwung in der Zukunft wahrscheinlicher macht - vielleicht, weil nur eine gewisse Menge Wachstum möglich ist und/oder weil die Widerstandsfähigkeit einfach zu immer höheren Zinssätzen führen wird, bis die Wirtschaft schlussendlich zusammenbricht. Das haben selbst die Vertreter der Zentralbanken geäußert.

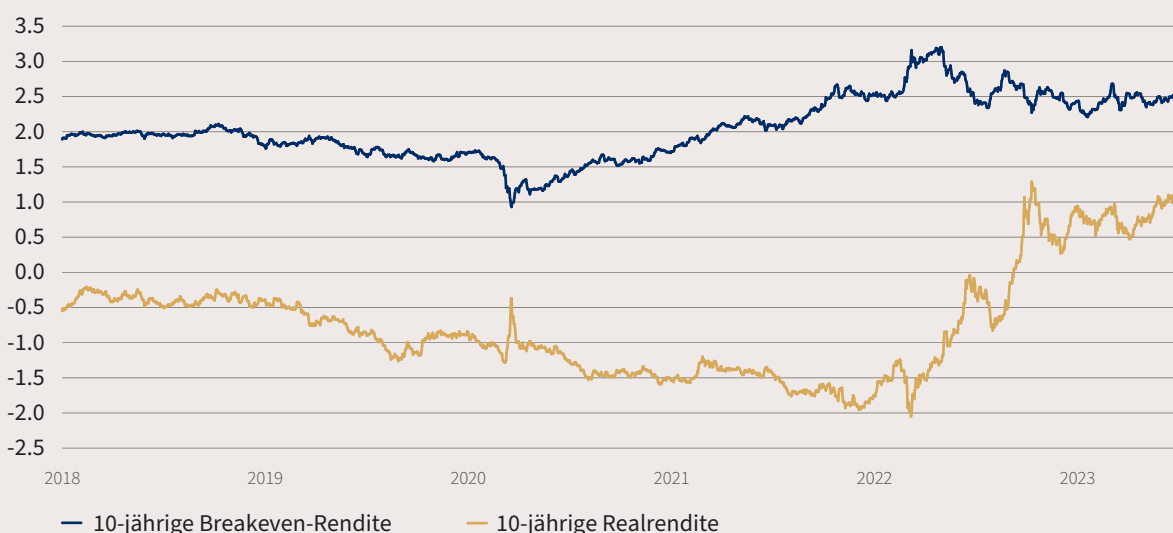
In Wirklichkeit gibt es keine feste Menge Wachstum, die von einer Periode auf die andere umverteilt wird. Unter bestimmten, nicht ganz so ungewöhnlichen Umständen kann ein anhaltendes Wachstum mit einer sinkenden Inflation einhergehen, und immer höhere Zinssätze sind dabei möglicherweise nicht erforderlich. So kann das Wachstum beispielsweise positiv sein, aber hinter der Steigerungsrate der Produktionskapazität zurückbleiben. In diesem Fall wachsen die Kapazitätsreserven (die berühmte «Produktionslücke») und der Inflationsdruck lässt nach. Die Wahrscheinlichkeit dafür ist grösser, wenn die Angebotsseite der Wirtschaft eine gewisse Flexibilität aufweist - was heute der Fall ist, da sich die logistischen Engpässe nach der Pandemie gelockert haben, es neue Arbeitsmethoden gibt und wir uns inmitten einer Welle der Innovationen befinden.

Insbesondere könnte die Flexibilität des Arbeitsmarktes unterschätzt worden sein. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist die bisher letzte offizielle Institution, die einräumt, dass sie das Wachstum bisher zu pessimistisch eingeschätzt hat. Sie stellt fest, dass die Reallöhne - wie wir an dieser Stelle schon oft angemerkt haben - zumindest bisher ungewöhnlich schwach und nicht stark waren. Wir möchten an dieser Stelle ergänzend anmerken, dass sich die Erwerbsquoten - ausgehend von einem historisch hohen Niveau - selbst im viel gescholtenen Vereinigten Königreich erholen.

Unter diesem Gesichtspunkt sollten wir die Kombination aus schwachen Reallöhnen und angespannten Arbeitsmärkten nicht als bemerkenswert betrachten - die Arbeitslosigkeit ist möglicherweise niedrig, gerade weil die Reallöhne niedrig sind. Der Sozialvertrag aus den 1970er Jahren könnte implizit zum Vorteil der Beschäftigung umgeschrieben worden sein. Das hört sich vielleicht etwas weit hergeholt an, aber man muss bedenken, dass die weithin beachtete Stagnation der durchschnittlichen Reallöhne in den letzten zehn Jahren mit einem weniger beachteten Beschäftigungswachstum einherging. Die öffentliche Meinung hat sich auf die Tatsache konzentriert, dass es den Menschen, die vorher Arbeit hatten, heute nicht viel besser geht. Dabei wird jedoch übersehen, dass viele, die dieses Glück in der Vergangenheit nicht hatten, heute eine Beschäftigung haben.

ABBILDUNG 1: WAS ERWARTEN DIE ANLEIHEMÄRKTE?

Einfacher Durchschnitt der Break-even- und Realrenditen in den USA, Deutschland und dem Vereinigten Königreich (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

Anmerkungen: Die Daten für das Vereinigte Königreich wurden dem VPI angepasst (vom EPI).

Bislang scheinen die in den Anleihemärkten zum Ausdruck gebrachten Erwartungen zumindest mehr Vertrauen in die Volkswirtschaften zu haben als die öffentliche Meinung (oder die der Zentralbanker). Die schwerwiegendste Inflationsüberraschung der letzten vier Jahrzehnte hat nicht zu einem starken Anstieg der in langfristigen Anleihen eingepreisten Inflationsraten geführt, sondern vor allem zu einem Wiederanstieg der erwarteten langfristigen Realzinsen (Abbildung 1). Wenn man die Rendite den 10-jährigen Anleihen betrachtet, treibt wahrscheinlich die Wirtschaft die Zinssätze an und nicht umgekehrt.

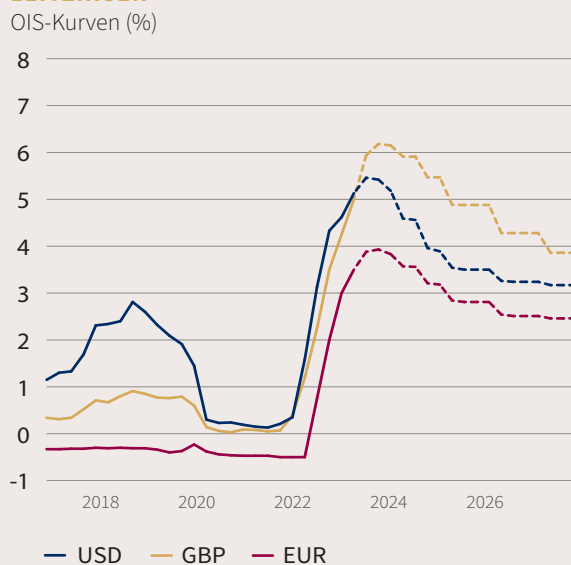
WAS BEDEUTET DAS FÜR DIE ANLEGER?

Wir haben zunächst das Ende einiger zyklischer Unsicherheiten abgewartet, bevor wir uns deutlicher zu den Aktienmärkten äussern wollten - jetzt zeichnet sich aufgrund der Erwartungen hinsichtlich der Leitzinsen und von Anzeichen einer Talsohle bei den Wachstumsindikatoren (vor allem in den Umfragen) und der Unternehmensrentabilität (Abbildungen 2 und 3) ein eher plateauartiges Profil ab.

Möglicherweise sind wir etwas naiv. Wir raten regelmässig von dem Versuch ab, den Markt «zu timen». Die Aktien haben sich von ihren Tiefstständen im Herbst deutlich erholt, und obwohl wir nicht pessimistisch waren, hätten wir optimistischer sein können. Der Marktanstieg war jedoch sehr gering und konzentrierte sich einmal mehr auf eine kleine Gruppe von hochkarätigen Unternehmen (siehe unten). Die Bewertungen an den Aktienmärkten sind auf einem unauffälligen, d. h. preiswerten Niveau geblieben, und wenn die grosse zyklische Bewegung hin zu mehr Risikoappetit noch bevorsteht, haben wir noch Zeit, wieder fest mit beiden Beinen auf dem Zug zu stehen.

Derweil kehrt allmählich der Faktor Wert in die Anleihemärkte zurück, wenn auch nach dem Motto «zwei Schritte vor, ein Schritt zurück». Die Anleiherenditen in den USA und jetzt auch im Vereinigten Königreich haben ein Niveau erreicht, das über das Jahrzehnt hinweg eine klar positive reale Rendite bieten könnte, selbst wenn die Inflation, so wie wir sie erwarten, über dem Zielkorridor bleibt. Die Anleihen aus der Eurozone sind immer noch etwas teuer, aber auch hier zeichnet sich allmählich Wert ab.

ABBILDUNG 2: VOM MARKT IMPLIZIERTE LEITZINSEN



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg
Anmerkungen: Laufzeit 3 Monate; USD - SOFR, EUR - ESTR, GBP - SONIA
Die fettgedruckten Linien bilden die tatsächlichen Leitzinsen, die gestrichelten Linien die Markterwartungen ab

ABBILDUNG 3: GLOBALE GEWINNERWARTUNGEN
Gewinnschätzungen auf 12-Monats-Sicht (USD, Stufen)



Quellen: Rothschild & Co, Refinitiv Datastream, IBES

ANMERKUNG ZUR GEOPOLITIK

Es ist verlockend zu glauben, dass die jüngsten Entwicklungen in Russland auf eine Lösung des Konflikts mit der Ukraine zusteuern und sich das dadurch Risiko allgemein verringert und die Energiepreise noch weiter sinken. Das könnte ein Irrtum sein. Ein neues Regime in Russland ist nicht in Sicht, und selbst wenn dies der Fall wäre, würde die neue Führungsfigur wahrscheinlich nicht weniger, sondern eher mehr Falken an die Macht ziehen. Bis dahin könnte eine in die Enge getriebene Regierung eher zu einer Eskalation und Ausweitung des Konflikts neigen.

Die jüngsten Entwicklungen in Bezug auf Taiwan könnten sich als eindeutig vorteilhafter für die globale Wirtschaft erweisen, allerdings gibt es bisher wenig konkrete Fakten, die sich für Analysen anbieten. Der jüngste Besuch des US-Außenministers in China hat sich scheinbar auf einer konstruktiv-sachlichen Ebene abgespielt und ist - so hoffen wir - ein Beweis dafür, dass beide Seiten erkannt haben, wie wichtig es ist, gegenseitige Drohungen einer wirtschaftlichen Zerstörung (oder Schlimmerem) hinter sich zu lassen. An dieser Stelle sind konkretere Schlussfolgerungen noch nicht angebracht. Dennoch sind wir der Meinung, dass China wahrscheinlich geduldig bleiben wird: Der Anspruch auf Taiwan ist für das Regime nicht verhandelbar, was aber nicht heisst, dass er unmittelbar durchsetzbar ist.

Update zur Inflation

Die Gesamtinflationen sind seit der Veröffentlichung des *Marktausblicks* im Mai sowohl in den USA als auch in Europa weiter zurückgegangen. Allerdings sind die Kerninflationen, bei denen die volatileren Lebensmittel- und Energiekomponenten nicht einbezogen werden, nach wie vor hartnäckig. Im Vereinigten Königreich haben sie ihren Höhepunkt noch nicht erreicht (Abbildungen 4 und 5).

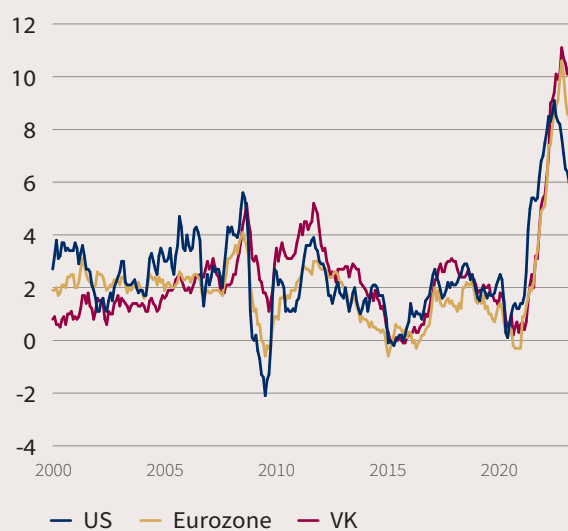
Es ist ein vielversprechendes Zeichen, dass die Grosshandelspreise für Energie und Lebensmittel auf globaler Ebene gesunken sind, was sich im Laufe dieses Jahres weiter in niedrigeren Gesamtinflationen niederschlagen dürfte.

Die Ölpreise liegen trotz der anhaltenden Produktionskürzungen des OPEC+-Kartells um mehr als 30% unter dem Niveau des Vorjahres. Das ist aus US-amerikanischer Sicht besonders bemerkenswert: Die Entwicklung der Benzinpreise ist eng mit dem Verbraucherpreisindex für Energie in den USA korreliert, was erklärt, warum in den USA seit drei Monaten in Folge eine *Energiedeflation* zu verzeichnen ist.

Ausserdem scheint die «Energiepreiskrise» in Europa nur von kurzer Dauer gewesen zu sein, da die Grosshandelspreise für Erdgas wieder auf ein «normales» Niveau zurückgekehrt sind (Abbildung 6). Unvorhersehbare Wetterbedingungen und die gestiegene asiatische Nachfrage nach Flüssiggas (im Zuge der Wiedereröffnung Chinas) bringen zwar nach wie vor ein potenzielles Aufwärtsrisiko mit sich, dennoch erscheint uns ein weiterer nachhaltiger Anstieg unwahrscheinlich. Europa hat sich auf den Rückgang der russischen Lieferungen eingestellt, die Gasimporte liegen weiterhin nahe bei null. Die Lagerbestände sind für diese Jahreszeit dennoch so hoch wie nie zuvor. Die von der Regierung angeordneten Energiepreisobergrenzen werden im Laufe des Jahres 2023 zweifellos sinken, so dass auch die Verbraucher diesseits des Atlantiks mit einem weiteren Rückgang der Energiepreise rechnen können.

ABBILDUNG 4: GESAMTINFLATION

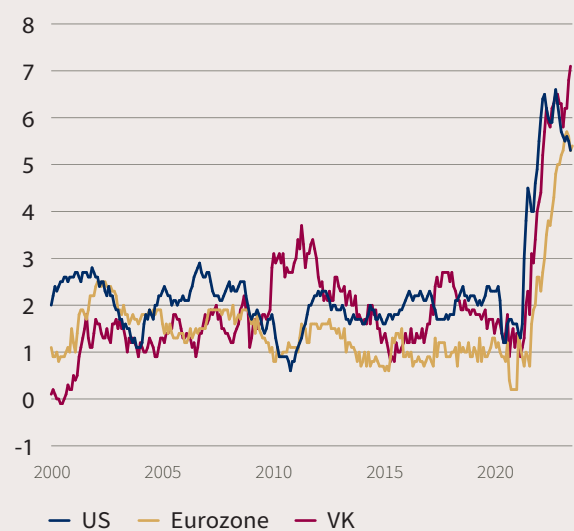
Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

ABBILDUNG 5: KERN-VPI

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

Die globalen Lebensmittelpreise sind - zumindest auf der Grosshandelsebene – ebenfalls weiter gesunken: Laut dem Nahrungsmittel-Preisindex der Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der UN liegen sie mehr als 20% unter dem Niveau des Vorjahres. Es gibt eine starke, wenn auch verzögerte Korrelation zwischen diesem Index und den Teuerungsraten für Nahrungsmittel in den einzelnen Ländern, wobei die Verbraucher in den USA bereits einen Rückgang der Inflation bei Nahrungsmitteln erleben (Abbildung 7). Dieses Phänomen ist in Europa weniger ausgeprägt, was vielleicht auf die Nähe zur Ukraine zurückzuführen ist, aber da die zugrunde liegenden Lebensmittelpreise gesunken sind, dürfte es in der zweiten Hälfte dieses Jahres auch in Europa zu einem stärkeren Rückgang dieser Teuerungsrate kommen.

Die Hartnäckigkeit der Kerninflation ist besorgniserregender, sie sollte sich aber ebenfalls im Laufe des Jahres 2023 allmählich abkühlen.

Zunächst einmal ist die warenbezogene VPI-Inflation sowohl in den USA und insbesondere auch in Europa zurückgegangen. Diese Entwicklung ist zum Teil auf die niedrigeren Produktionskosten der Hersteller infolge des Rückgangs der Energiepreise und auf die sinkenden Rohstoffpreise insgesamt zurückzuführen.

Auch die globalen Lebensmittelpreise sind zumindest auf der Grosshandelsebene weiter gesunken: Laut dem Nahrungsmittel-Preisindex der Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der UN liegen sie mehr als 20% unter dem Niveau des Vorjahres.



ABBILDUNG 6: EUROPÄISCHE ERDGASPREISE

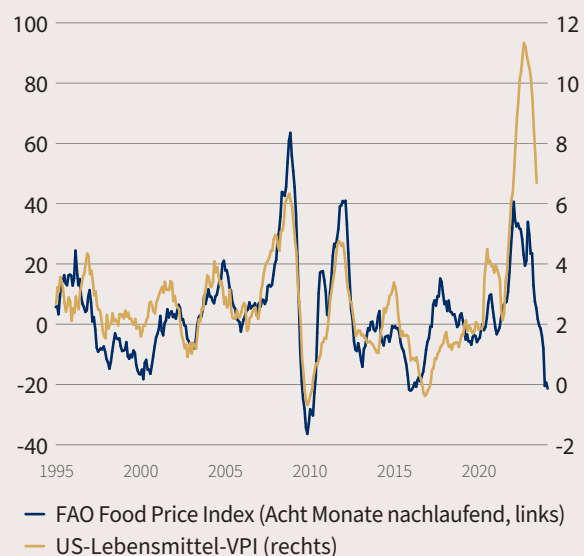
Neubasierte Indizes, Jan 2021 = 100



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

ABBILDUNG 7: GLOBALE LEBENSMITTELPREISE

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der UN

Es ist wichtig, dass die Spannungen in der globalen Lieferkette nachgelassen haben, nachdem China seine COVID-Beschränkungen gelockert hat: Die Spot-Containerraten (Verschiffungskosten) sind auf das Niveau vor der Pandemie zurückgekehrt, die Auftragsrückstände sind abgearbeitet, und es gibt wieder verfügbare Kapazitäten. Der Global Supply Chain Pressure Index der New Yorker Fed, eine Kombination aus Transportkostendaten und angebotsbezogenen PMI-Subindizes, ist im Mai auf ein Rekordtief gefallen, was einer erheblichen «Freisetzung» von Kapazitäten entspricht (Abbildung 8).

Die dienstleistungsbezogene Inflation war wohl die hartnäckigste Komponente der Gesamtgleichung. In den USA ist das vor allem auf den Faktor Unterkünfte zurückzuführen, der mehr als ein Drittel des gesamten VPI-Warenkorbs ausmacht und die Wohn- und Mietkosten widerspiegelt. Wie bereits in früheren Ausgaben des *Marktausblicks* erwähnt, dürfte sich die Inflation im Zusammenhang mit Unterkünften in diesem Jahr jedoch allmählich abschwächen, da sie den Hauspreisindizes aufgrund von Messunterschieden um ca. zwölf Monate nachläuft.

Der weiterhin über dem Trend liegende Anstieg der Nominallöhne erklärt auch, warum die Inflation im Dienstleistungssektor so hoch ist. Die Lohnentwicklung im Vereinigten Königreich ist von allen grossen Volkswirtschaften am besorgniserregendsten: Das Land hat das stärkste nominale Lohnwachstum, das seinen Spitzenwert noch nicht endgültig erreicht hat. Die Dynamik des realen (inflationbereinigten) Lohnwachstums erscheint jedoch weniger besorgniserregend, da sie in den letzten zwei Jahren meist negativ war (Abbildung 9). Sie wird wahrscheinlich positiv werden, wenn die Gesamtinflation weiter sinkt, wie es in den USA bereits der Fall ist. Dennoch schätzen wir die Wahrscheinlichkeit einer Lohn-Preis-Spirale im Stil der 1970er Jahre als sehr gering ein: Die Arbeitsmärkte waren vor fünfzig Jahren strukturell anders organisiert, und zumindest im Vereinigten Königreich war das Reallohnwachstum damals meist positiv, selbst als die Inflationsraten stiegen.

Auch wenn die jüngsten Daten für die Kerninflation uneinheitlich waren, dürften sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflation im weiteren Verlauf dieses Jahres allmählich zurückgehen, wenngleich letztere hartnäckiger bleiben könnte. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass sich die Inflation in den nächsten Jahren im Bereich von 2 bis 4% einpendeln wird - unangenehm für die Zentralbanken, jedoch überschaubar für Unternehmen und Investoren.

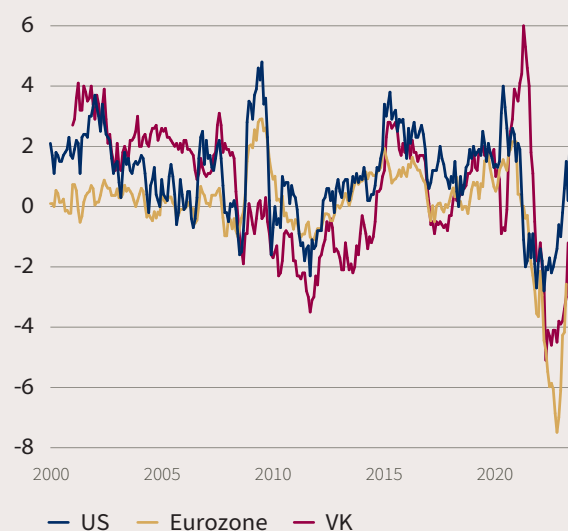
ABBILDUNG 8: GLOBAL SUPPLY CHAIN PRESSURE INDEX

Standardabweichungen vom langjährigen Durchschnitt



ABBILDUNG 9: REALES (INFLATIONSBEREINIGTES) LOHNWACHSTUM

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



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

Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Refinitiv Datastream, Federal Reserve Bank of Atlanta, Europäische Zentralbank, UK Office for National Statistics

Eine schmaler Grat: KI und Aktien im Jahr 2023

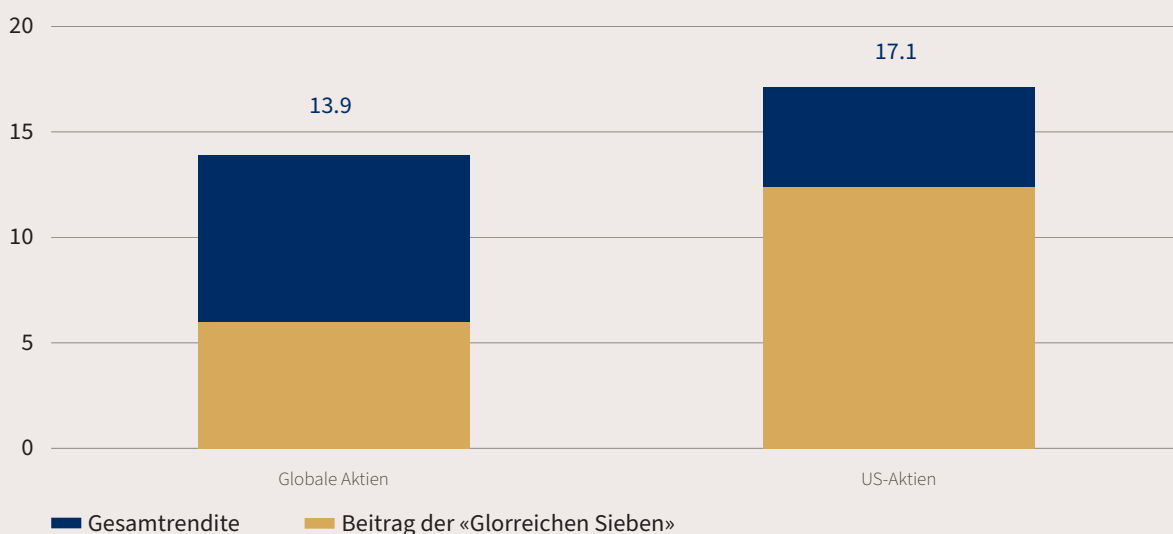
Das Jahr war für aktive Anleger bisher dornig. Der globale Aktienmarkt hat seit Jahresbeginn eine Rendite von 14% erzielt, allerdings wird diese Entwicklung von einem auf wenige Titel und Sektoren konzentrierten und engen Markt getragen. Die sieben grössten US-amerikanischen «Tech»-Werte¹, nämlich Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, NVIDIA, Tesla und Meta, (die auch als die «Glorreichen Sieben» bezeichnet werden) machen zwar nur 13% des Index aus, zeichneten aber für fast die Hälfte der weltweiten Aktienmarktrenditen verantwortlich. Noch dramatischer ist die Kluft bei den Large-Caps unter den US-Aktien, wo der S&P 500-Index insgesamt um 17% gestiegen ist, gleichzeitig aber zwei Fünftel des S&P 500 seit Jahresbeginn im Minus liegen.

¹ Gemäss der GICS-Klassifizierung von MSCI sind nur Apple, Microsoft und NVIDIA dem Sektor «Technologie» zuzuordnen. Alphabet und Meta hingegen gehören zu Sektor Kommunikationsdienste, während Amazon und Tesla zum Sektor den Verbrauchsgütern zugerechnet werden.

Die Dominanz nur wenige Titel bei der Marktentwicklung ist nicht neu: Bereits Ende der 1990er Jahre und in jüngerer Zeit in den Jahren 2015, 2017, 2019 und 2020 führten die «FANG-Aktien» und verschiedene andere Gruppierungen unter fragwürdigen Akronymen den Markt nach oben. Die Pandemie führte zu einer Wiederbelebung des verkündeten neuen Paradigmas, eines permanenten Übergangs zu einer virtuellen und weniger materiellen Wirtschaft, mit dem Modewort «FOMO» für die Angst, den Zug zu verpassen, und offensichtlichem Herdenverhalten. Viele der Wachstums- und Technologiewerte stiegen auf schwindelerregende Niveaus, bevor sie ihre Gewinne im Jahr 2022 teilweise wieder abgeben mussten.

Heute ist die künstliche Intelligenz (KI) stark im Kommen: Die Glorreichen Sieben (die nicht alle ausschliesslich mit KI zu tun haben) sind im Jahr 2023 um 63% gestiegen, während sich der Wert von NVIDIA seit Anfang des Jahres sogar nahezu verdreifacht hat.

ABBILDUNG 10: AKTIENMARKTRENDITEN 2023 SEIT JAHRESBEGINN
MSCI All-Country World und US Index (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, MSCI

Handelt es sich hier also um einen Fall von irrationalem Überschwang, oder enthält das Mantra vom neuen Paradigma unter der Führung der KI doch mehr als nur ein Körnchen Wahrheit?

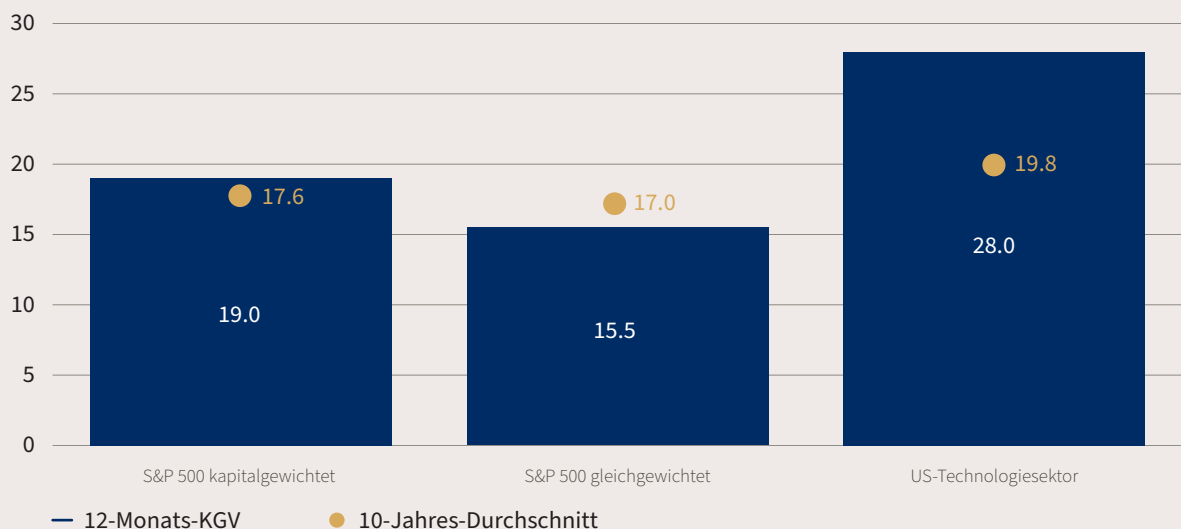
Wir sind von Natur aus skeptisch gegenüber Modeerscheinungen, insbesondere dann, wenn sich die Preise von den Fundamentaldaten zu lösen scheinen. Allerdings ist das Ausmass, das wir bisher gesehen haben, nicht vergleichbar mit den sprunghaften Marktbewertungen, die den Dotcom-Wahn im Jahr 2000 kennzeichneten. Das ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass die KI praktische und weitreichende Anwendungsfälle zu haben scheint, aber auch darauf, dass die Hauptakteure sich grundlegend von ihren Vorgängern vor zwei Jahrzehnten unterscheiden - durch gesunde Bilanzen und solide Cashflows.

Der Begriff KI ist weit gefasst und bezieht sich auf eine Vielzahl von Bereichen, darunter maschinelles Lernen, Large Language Models (LLMs) und Deep Learning (um nur einige der Bereiche zu nennen, die derzeit das grösste Interesse wecken). Im Mittelpunkt der Begeisterung stand und steht heute die Generative KI (GAI), eine Form der Verarbeitung natürlicher Sprache, zu der unter anderem ChatGPT von OpenAI und Bard von Google gehören. Obwohl es zahlreiche *potenzielle* Anwendungsfälle für diese Algorithmen gibt, wird es wohl noch dauern, bis wir in vollem Umfang von den Produktivitätsgewinnen profitieren und diese Entwicklungen zuverlässig in unser tägliches Leben und unsere Arbeit integrieren können.

Das schmälert jedoch nicht ihr Potenzial und die Auswirkungen auf die damit verbundenen Investments. Allerdings wird es eine Herausforderung sein, Gewinner (und Verlierer) in diesem aufstrebenden Bereich zu identifizieren. Die Hersteller von KI-Hardware, der spezialisierte Chipsätze, die in der Lage sind, grosse Datensätze schnell und vor allem mit minimalem Stromverbrauch zu verarbeiten, profitieren aktuell vielleicht am deutlichsten, aber auch die Unternehmen, die hinter dem immateriellen geistigen Eigentum, den Algorithmen, stehen. Hinzu kommt das breitere Ökosystem, das diese intensiven Berechnungen ermöglicht, von der Hardware, einschliesslich der Cloud, bis hin zur Software, und der Anwendungen, die dabei helfen, Daten aus verschiedenen Quellen zu sammeln.

ABBILDUNG 11: BEWERTUNGEN AN DEN AKTIENMÄRKTEN

Aktuelles 12-Monats-Kurs-Gewinn-Verhältnis im Vergleich zum 10-Jahres-Trend



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

Doch auch wenn Technologieunternehmen am stärksten profitieren und ihre Fundamentaldaten nach wie vor robust sind, hat der jüngste Kursanstieg die Bewertungen im Technologiebereich wieder in den Bereich der teuren Werte gedrückt, aber nicht, wie im Jahr 2000, des gesamten Aktienmarktes. Diese höheren Tech-Bewertungen sind auch alles andere als blasenartig. Der US-Technologiesektor wird derzeit zu einem künftigen Kurs-Gewinn-Verhältnis gehandelt, das bei rund 50% der üblichen Erwartungen liegt. Das signalisiert einige hochfliegende Annahmen über das voraussichtliche Gewinnwachstum, aber auch diese Divergenz war im Jahr 2000 stärker ausgeprägt.

Wenn es jedoch einen Silberstreif am Horizont gibt, dann ist es die Tatsache, dass die durchschnittlichen US-Aktien in den letzten Monaten billiger geworden sind (die Kurse haben sich kaum verändert und die Erwartungen zu künftigen Gewinnen steigen allmählich). Der konventionelle, nach der Marktkapitalisierung gewichtete Index wird mit dem fast 20-fachen der künftigen Gewinne gehandelt und liegt damit über seinem gleitenden 10-Jahres-Trend (ein Näherungswert für den wahrscheinlichen «fairen Wert»). Im Gegensatz dazu weist der gleichgewichtete Index, der die Verzerrungen durch die grossen Aktien (d. h. der «Glorreichen Sieben») beseitigt, indem er jedem Unternehmen das gleiche Indexgewicht zuweist, ein günstiges erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15,5x auf. Insgesamt hat sich die gleichgewichtete Bewertung des (US-)Aktienmarktes gegenüber dem Jahresbeginn kaum verändert (Abbildung 11).



KI im Kontext

UNDIFFERENZIIERTES DENKEN?

Wie bereits erwähnt, wurden die jüngsten Kursgewinne am globalen Aktienmarkt weitgehend von einer kleinen Gruppe von Unternehmen getragen, die auf Wachstum und Rentabilität setzen, die durch die neuesten Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) ausgelöst werden könnten. Hier möchten wir eine umfassender Perspektive vorstellen.

Das ist ein (weiterer) Bereich, in dem der Markt von Übertreibungen beherrscht wird - und der Hype ist polarisiert. Wirklich kluge Leute sagen wirklich dumme Dinge: Die KI wird entweder die Knappheit besiegen, oder sie wird uns alle entlassen und den Planeten erobern.

Die banalere Realität ist (unserer Meinung nach), dass der Fortschritt zwar echt und wertvoll ist, aber weder eine Utopie noch die Apokalypse ankündigt.

In dem Kultbuch *The Hitchhiker's Guide to the Galaxy* – Per Anhalter durch die Galaxie von Douglas Adams hat ein riesiger Computer namens Deep Thought die Aufgabe, die Antwort auf die Frage aller Fragen «nach dem Leben, dem Universum und dem ganzen Rest» zu berechnen. Nach 7,5 Millionen Jahren Rechenzeit liefert er die Antwort: «42». Computer können nur Antworten auf berechenbare Fragen liefern. Kurz gesagt: Unsinn rein, Unsinn raus.

WAS DAHINTERSTECKT

Wie bereits erwähnt, dreht es sich bei der aktuellen Euphorie um qualitative Verbesserungen der Chatbots. Dieser Begriff beschreibt Prozessoren, die natürliche Sprache verarbeiten, und immer überzeugender und zuverlässiger Fragen beantworten, Berichte schreiben, Dialoge führen und einige kreative Aufgaben erfüllen. Wir haben für diesen Artikel einen Chatbot interviewt - siehe unten.

Es gibt einige klar produktive Anwendungen. Das Verfassen von Berichten und Protokollen, die Literaturrecherche und viele andere Aufgaben können schneller und objektiver erledigt werden. Die Roboterarbeit wird sich weiter ausbreiten und grösseren Mehrwert schaffen. Dabei werden das Software-Know-how und der Zugang zu «Big Data» immer wertvoller.

Im Gegensatz zu einigen der Technologie-Hypes des letzten Jahrzehnts konzentrieren sich diese Innovationen nicht auf die Umverteilung eines weitgehend fixen Werbebudgets von konventionellen auf digitale Medien, sondern scheinen stattdessen einen Sprung in der Verarbeitungsleistung widerzuspiegeln und versprechen umfassendere Verbesserungen der Produktivität. Sie scheinen mehr echtes Wachstum zu versprechen als die sozialen Medien, obwohl in einigen Fällen dieselben Unternehmen dahinterstehen und die Datenressourcen der sozialen Medien durch die neue Verwendung wertvoller geworden sind.

WAS NICHT DAHINTERSTECKT

Wir erleben hier nicht die «Singularität», den Moment, in dem die Technologie ein (überlegenes) Eigenleben entwickelt. Ein Gespräch mit einem Chatbot kann wie ein Gespräch mit einem Menschen sein. Einige der nachfolgenden Antworten sind entwaffnend bescheiden und gleichzeitig präzise, und wir können uns vorstellen, dass sie einen «Turing-Test» für Intelligenz bestehen.

Aber sie sind nicht intelligent im üblichen Sinne des Wortes. Ihre geschmeidigen Formulierungen täuschen leicht darüber hinweg, dass sie immer noch nicht mehr (oder weniger) sind als superschnelle Zahlenjongleure und Datenschürfer. Sie sind mehr reaktiv als unabhängig, von sorgfältig ausgearbeiteten Regeln und Rückkopplungspfaden abhängig und in puncto Nuancen und Kontext schwach.

Wenn sie kreativ werden, dann nur deshalb, weil wir ihnen gezeigt haben, was wir als Kunst ansehen, und weil viele Kunstwerke bestimmten Regeln folgen. Wenn sie also im Stil von Bach komponieren, dann deshalb, weil sie die Goldberg-Variationen «gehört» haben.

Sie haben sicherlich kein eigenes Bewusstsein. Wir wissen nicht, wie menschliche Systeme funktionieren, und die Vorstellung, dass wir in der Lage sein werden, diese in eine Maschine zu programmieren, bleibt Science-Fiction. Die Logik selbst ist fehlbar und unvollkommen: Wir können damit umgehen, aber wir wissen nicht wirklich, wie wir das tun.

Natürlich erfordert eine der apokalyptischen Visionen für entlaufende Roboter kein Bewusstsein. Im alptraumhaften «Büroklammer-Szenario» folgen Maschinen, die darauf programmiert sind, die Produktion von Büroklammern zu maximieren, ihrem Befehl kompromisslos, indem sie alle Aktivitäten und Organismen aus dem Weg räumen, die diesem Ziel im Weg stehen. Eine solche Macht erfordert jedoch einen Level an Vernetzung und Geschicklichkeit, der sowohl physisch als auch virtuell jenseits von Science-Fiction ist.

Diese Entwicklung ist nicht die Vorstufe zur Massenarbeitslosigkeit. Es werden Arbeitsplätze verschwinden, dafür werden andere entstehen, und zwar in Bereichen, die wir uns nicht einmal vorstellen können, so wie wir uns früher die digitalen Medien nicht vorstellen konnten. Andere Arbeitsplätze werden Aufwertungen erfahren, weil sie von der KI-gesteuerten Produktivität profitieren und der Einsatz der KI von Qualitäten wie menschlichem Fingerspitzengefühl, Spontaneität, Geschicklichkeit, Improvisation usw. abhängig ist.

Und angenommen, wir alle würden arbeitslos - wer könnte dann die Dinge kaufen, die die fleissigen Roboter herstellen? Henry Ford soll gesagt haben, dass es keine gute Idee ist, seine Kunden zu entlassen.

Diese Entwicklung ist keine Abkürzung zu einem besseren Portfolioaufbau. Wie das Bewusstsein ist auch das Investieren kein Big-Data-Problem. Das Problem ist nicht unser mangelndes Verständnis der Funktionsweise von Dingen (wie unserem Verstand), sondern die Tatsache, dass die Zukunft zutiefst unvorhersehbar ist, ganz gleich, wie viele Daten und Rechenleistung uns zur Verfügung stehen.

Diese Entwicklung ist (noch) keine Blase. Wie bereits erwähnt - die Marktbewegungen sind nicht nur eine Funktion der Umlenkung von Werbebudgets: Hier existiert eine zugrundeliegende Substanz, mehr noch als bei so vielen Dotcom-Unternehmen und Krypto-Assets, und die Bewertungen sind zwar, wie bereits erwähnt, hoch, aber nicht offensichtlich verrückt.

Diese Entwicklung ist nicht die Vorstufe zur Massenarbeitslosigkeit. Es werden Arbeitsplätze verschwinden, dafür werden andere entstehen, und zwar in Bereichen, die wir uns nicht einmal vorstellen können, so wie wir uns früher die digitalen Medien nicht vorstellen konnten.



IM GESPRÄCH MIT: CHATGPT

Q: Hallo ChatGPT. Hast du ein Bewusstsein?

Als KI-Modell besitze ich kein Bewusstsein im menschlichen Sinne. Ich bin ein Programm, das auf fortgeschrittenen Algorithmen basiert, um Texte zu verstehen und zu generieren. Ich kann Informationen verarbeiten, Fragen beantworten und Aufgaben erfüllen, basierend auf dem Wissen, das mir während des Trainings vermittelt wurde. Ich habe jedoch kein eigenes Erleben, Empfindungen oder persönliche Erfahrungen.

Es ist wichtig zu beachten, dass KI-Systeme wie ich nur Werkzeuge sind, die von Menschen entwickelt wurden, um sie bei bestimmten Aufgaben zu unterstützen. Obwohl ich in der Lage bin, komplexe Informationen zu verarbeiten und Antworten zu generieren, fehlt mir ein subjektives Bewusstsein und ein eigenes Verständnis der Welt.

Q: Können Maschinen besser denken als Menschen?

Die Frage, ob Maschinen besser denken können als Menschen, ist komplex und abhängig von der Definition von «denken» und den spezifischen Fähigkeiten von Maschinen.

Maschinen, insbesondere künstliche Intelligenz (KI), haben in vielen Bereichen enorme Fortschritte gemacht und können bestimmte Aufgaben schneller und präziser ausführen als Menschen. KI-Modelle wie das, mit dem ich arbeite, können grosse Datenmengen analysieren, komplexe Probleme lösen und Muster erkennen, die für Menschen schwierig wären.

Allerdings gibt es auch Bereiche, in denen menschliches Denken immer noch überlegen ist. Menschliches Denken umfasst Kreativität, emotionale Intelligenz, komplexe soziale Interaktionen und eine ganzheitliche Erfahrung der Welt. Menschen können abstrakt denken, eigene Überzeugungen und Werte entwickeln und ethische Entscheidungen treffen. Diese Fähigkeiten sind derzeit für Maschinen schwer zu replizieren.

Es ist wichtig zu beachten, dass Maschinen und menschliches Denken unterschiedliche Ansätze haben. Maschinen arbeiten auf der Grundlage von Algorithmen und Daten, während das menschliche Denken von Erfahrungen, Intuition und Bewusstsein geprägt ist.

Obwohl Maschinen in bestimmten Bereichen des Denkens leistungsstark sein können, wird die Fähigkeit zum umfassenden menschlichen Denken derzeit als einzigartiges Merkmal der menschlichen Natur betrachtet. Es gibt weiterhin intensive Forschung und Debatten darüber, wie Maschinen weiterentwickelt werden können und welche Auswirkungen dies auf die Zukunft haben wird.

Q: Enthält der Katalog aller Bibliothekskataloge, die sich selbst nicht enthalten, sich selbst?

Diese Frage berührt das sogenannte «Barbier-Paradoxon», das ein logisches Paradoxon in der Mengenlehre darstellt. Das Paradoxon wurde erstmals vom Mathematiker und Logiker Bertrand Russell beschrieben und besagt, dass es unmöglich ist, eine Menge zu definieren, die alle Mengen enthält, die sich nicht selbst enthalten. Wenn wir den Katalog aller Bibliothekskataloge betrachten, die sich selbst nicht enthalten, und annehmen, dass dieser Katalog existiert, dann stellen wir fest, dass er sich selbst enthalten müsste, da er ein Katalog aller Bibliothekskataloge ist, einschliesslich sich selbst.

Auf der anderen Seite würde der Katalog jedoch nicht sich selbst enthalten, da er ja diejenigen Kataloge ausschliesst, die sich selbst enthalten. Dies führt zu einer Paradoxie. Das Barbier-Paradoxon zeigt, dass es in der Logik bestimmte Selbstbezüglichkeiten gibt, die zu Widersprüchen führen können.

Es ist eine interessante philosophische Frage, die auf die Grenzen der formalen Logik und der Mengenlehre hinweist.

Q: Wie hoch wird der S&P 500 Ende 2023 sein?

Als KI-Modell habe ich keinen Zugriff auf zukünftige Finanzdaten und kann keine genauen Vorhersagen über die Höhe des S&P 500-Index Ende 2023 machen. Der S&P 500 ist ein Börsenindex, der die Wertentwicklung der 500 grössten börsennotierten Unternehmen in den USA widerspiegelt. Die zukünftige Entwicklung des Index hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab, einschliesslich wirtschaftlicher Indikatoren, Unternehmensgewinnen, geopolitischer Ereignisse und anderen unvorhersehbaren Einflüssen. Es ist wichtig anzumerken, dass selbst professionelle Finanzanalysten Schwierigkeiten haben, genaue Vorhersagen über die zukünftige Entwicklung von Aktienindizes zu treffen. Investitionsentscheidungen sollten auf einer fundierten Analyse und Beratung durch Finanzexperten basieren.

Q: Was ist die Antwort auf das Leben, das Universum und alles andere?

Die Antwort auf das Leben, das Universum und alles andere ist ein Thema, das in der Science-Fiction-Serie «Per Anhalter durch die Galaxis» von Douglas Adams humorvoll behandelt wird. Laut Adams lautet die Antwort 42. Allerdings wird im Buch erklärt, dass die tatsächliche Frage nicht bekannt ist. Es wird angedeutet, dass das Problem darin liegt, dass die Menschen nicht genau wissen, welche Frage sie stellen müssen. Es ist wichtig zu beachten, dass dies eine fiktive Antwort aus einem Roman ist und keine tatsächliche philosophische oder wissenschaftliche Erklärung für das Leben, das Universum und alles andere bietet. Die Suche nach dem Sinn des Lebens und den Geheimnissen des Universums ist ein komplexes Thema, das weiterhin von Philosophen, Wissenschaftlern und Menschen unterschiedlicher Überzeugungen diskutiert wird. Es gibt keine allgemein akzeptierte Antwort darauf. Jeder Mensch kann seine eigene Bedeutung und Antworten im Leben finden.

Q: Wer hat 1966 das Finale der FIFA-Weltmeisterschaft gewonnen?

Im Jahr 1966 gewann die englische Fußballnationalmannschaft das Finale der FIFA-Weltmeisterschaft. Das Endspiel fand am 30. Juli 1966 im Wembley-Stadion in London statt. England besiegte Deutschland mit 4:2 nach Verlängerung und gewann damit ihren ersten und bisher einzigen Weltmeistertitel. Geoff Hurst erzielte dabei einen Hattrick, und Martin Peters erzielte das vierte Tor für England. Es war ein historischer Moment für den englischen Fußball.

Q: Bitte schreibe mir ein Gedicht über die Schweizer Fussballnationalmannschaft

*In den Tälern der Alpen, so schön und weit,
Da formt sich eine Mannschaft zur Kampfbereitschaft bereit.
Mit Stolz auf der Brust, das Kreuz im Herzen,
Schreiten sie aufs Feld, mit festem Schritt und Schmerzen.*

*Die Schweizer Fussballnationalmannschaft genannt,
Stehen sie da, stark und unbezwingbar wie ein Felsband.
Sie kämpfen für ihr Land, für Ruhm und Ehre,
Mit Teamgeist und Leidenschaft, das ist ihre Lehre.*

*Vom St. Jakob-Park bis hin zu fremden Stätten,
Tragen sie die Fahne hoch, wollen Siege erringen und retten.
Ihre Pässe sind präzise wie ein Uhrwerk, so genau,
Sie dribbeln und schießen, als wären sie im Fluss, im Flow.*

....

*Es waren Momente der Freude, der Siege und Tränen,
Die Schweizer Fussballnationalmannschaft lässt Herzen höher schlagen.
Sie stehen für Fairness und Sportsgeist, sind Vorbild und Symbol,
Für das kleine Land in den Bergen, das große Ziele stellt.*

...

(Auszug)

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

WACHSTUM: GROSSE VOLKSWIRTSCHAFTEN

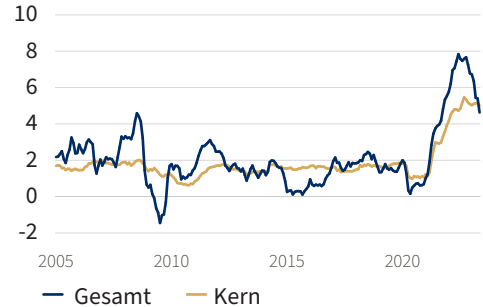
Optimismus der Unternehmen:
Standardabweichungen



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



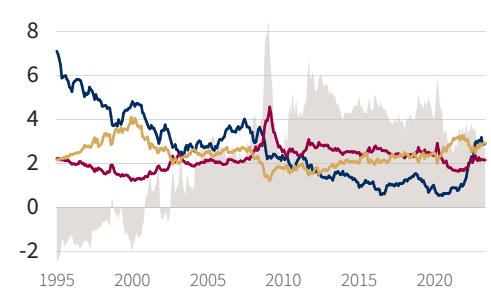
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	3.8	-2.6	-17.3
10-J.-US-Gilt	4.4	-11.5	-23.6
10-J.-Bundesanleihen	2.4	-5.3	-19.0
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	1.0	2.3	-8.9
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.4	0.2	-1.4
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	3.9	0.8	-8.5
Globale Anl.: Hochzins (USD)	9.3	9.3	5.6
EM (USD)	7.6	5.3	-8.1

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

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

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.2	14.1	39.8
DM	2.1	15.7	44.0
EM	3.0	1.8	12.1
US	1.6	16.5	47.1
Eurozone	3.2	20.8	38.1
UK	4.4	5.2	36.3
Schweiz	3.0	4.2	14.9
Japan	2.2	24.5	59.9

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE DEWEISENKURSE

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	115	0.8	1.4
Euro (EUR)	135	7.5	5.0
Yen (JPY)	73	-2.7	-23.9
Pfund (GBP)	82	3.8	8.7
Schweizer Franken (CHF)	188	6.3	12.1
Chin. Yuan (CNY)	137	-6.8	5.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	259	-13.5	89.1
Brent Rohöl (\$/b)	74	-36.1	78.2
Gold (\$/oz.)	1,908	5.0	7.6
Industriemetalle (1991 = 100)	313	-9.1	41.2
Impl. Aktienvolatilität (VIX,%)	14	-51.9	-57.4
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	113	-13.0	114.2

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
29. Juni 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.