

Insights



Titelbild: Ansicht einer Bergstrasse durch einen
herbstlichen Wald aus der Luft © Getty Images.

Werte: Alle Angaben per 31. August 2023.

Inhaltsverzeichnis



04 VORWORT

Während sich der Sommer dem Ende zuneigt, präsentieren wir Ihnen die neue Ausgabe unserer *Insights*.

06 STRATEGIE

Die strukturelle Mauer der Wirtschaftssorgen, ist vielleicht weniger bedenklich als die meisten Menschen glauben.

09 MITTEILUNG DES CIO

Die jüngsten Unternehmensgewinne sind besser als erwartet ausgefallen und wir sehen positive Signale für die zweite Hälfte des Jahres.

10 VERMÖGENSALLOKATION

Wir halten an unserer Übergewichtung der Aktien fest und bevorzugen die USA und die asiatischen Schwellenländer.

15 PORTFOLIO MANAGEMENT

Anders als im Jahr 2022 waren Investitionen in Wachstumsaktien in diesem Jahr erfolgreicher.

19 INTERVIEW

Zwei Senior-Banker schauen in die Zukunft des Private Banking und erörtern die Hauptthemen des Wandels.

24 FIXED INCOME

Nach einem Jahr mit Rekordverlusten bewegen sich die Anleihenmärkte seitwärts.

29 KULTUR

Unsere kuratierte Ausstellung beschäftigt sich mit Themen rund um Geschichte, Geschichtsschreibung und Storytelling.

35 ADVISORY

Für einkommensorientierte Anleger sind Investitionen in Dividendenwerte eine interessante Anlageform.

41 RESEARCH

Notizen von unserer letzten Unternehmens Research-Reise nach Omaha, Nebraska in den USA.

44 PRIVATE MARKETS

Ein Ausblick darauf, was Anleger in den kommenden Jahren erwarten können.

Vom Sommer in den Herbst

Während sich der Sommer dem Ende zuneigt und sich am Horizont die ersten Anzeichen für den kommenden Herbst abzeichnen, präsentieren wir Ihnen die neue Ausgabe unserer Insights.

In dieser Ausgabe werfen wir einen genaueren Blick auf die makro-ökonomischen Ereignisse, die die globale Finanzlandschaft der letzten Monate massgeblich geprägt und zu erheblichen Anpassungen in unserer Vermögensallokation geführt haben. Dabei erläutern wir die Bedeutung von Dividentiteln als eine mögliche Strategie, um die Herausforderungen von Inflation und Rezession zu meistern.

Wir freuen uns auch, Ihnen ein Interview mit unseren Front Office Heads Gabriel Gascon und Andreas Feller zu präsentieren, die ihre Erfahrungen in der Erhaltung von Vermögen in einer von ständigem Wandel geprägten Welt teilen. Ausserdem unterhalten wir uns mit Jonathan Levy, unserem Kunstkurator sowie Giovanna Lagutaine, Market Head Swiss Onshore, über unsere bemerkenswerte Kunstsammlung sowie aktuelle Entwicklungen am Kunstmarkt.

Unser Aktienresearch-Team nimmt uns dann auf einen Roadtrip in die USA mit und erläutert uns das Potenzial und die Zukunftsperspektiven verschiedener Branchen. Zum Schluss machen wir einen Abstecher in den Bereich der Private Markets, die aus gut diversifizierten Portfolios nicht mehr wegzudenken sind.

Während sich die Seiten dieser Ausgabe wie die wechselnden Jahreszeiten wenden, hoffen wir, dass Ihnen diese Ausgabe von Insights gefällt, und wünschen Ihnen einen wundervollen Herbst!

Mit freundlichen Grüssen



Laurent Gagnebin
CEO, Rothschild & Co Bank AG

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Gagnebin', with a thin horizontal line underneath it.



«Der Herbst ist ein zweiter
Frühling, wo jedes Blatt zur
Blüte wird.»

— Albert Camus

Das Überwinden der Sorgenmauer

Kevin Gardiner — Global Investment Strategist

Als Ökonom nehme ich an vielen Besprechungen teil, und die Leute erzählen mir immer etwas über die Wirtschaft. Jeder hat eine Meinung, viele haben sogar mehrere. Die Meinungen sind meist von Pessimismus geprägt.

Natürlich gibt es in letzter Zeit viele Dinge, über die man sich Sorgen machen muss.

Die geopolitischen Spannungen sind so bedenklich wie schon lange nicht mehr. Das betrifft nicht so sehr die Kämpfe in der Ukraine, so schrecklich sie auch sein mögen, sondern mehr die Tatsache, dass China und die USA im Hinblick auf Taiwan anscheinend Strategien einer gegenseitigen wirtschaftlichen Zerstörung erwägen.

In mehreren bedeutenden westlichen Ländern, vor allem in den USA, scheint die Innenpolitik nicht mehr zu funktionieren.

Hinzu kommen Lockdowns aufgrund von Bedrohungen durch Covid sowie der jüngste Anstieg der Lebenshaltungskosten und die damit verbundenen Auswirkungen insbesondere auf junge Menschen und sozial benachteiligte Familien.

Dabei geben der Konjunkturzyklus und die Mauer der eher strukturell bedingten Wirtschaftssorgen, die von Meinungsmachern aufgebaut wurde, vielleicht weniger Anlass zur Beunruhigung, als die meisten Menschen glauben.

Ronald Reagan sagte einmal, dass er sich keine Sorgen über das US-Haushaltsdefizit mache, weil es «gross genug sei, um für sich selbst zu sorgen». Dasselbe könnte man vielleicht auch über die Weltwirtschaft insgesamt sagen. Einfallsreiche Konzepte - unangemessene Steuererhöhungen sowie unangemessene Steuersenkungen, Mietpreiskontrollen, finanzielle Unterdrückung - tragen oft nicht zur Lösung der Probleme bei. Es sollte auch für Wirtschaftsberater so etwas wie einen hippokratischen Eid geben: Das oberste Anliegen muss sein, die Dinge nicht noch schlimmer zu machen.

Sicherlich sind wir mit einigen dringenden Problemen konfrontiert. Die Geldpolitik der letzten Jahre war nicht zielführend - nicht zuletzt, weil die Zentralbanken selbst von dem oben erwähnten Phänomen des Gruppendenkens beeinflusst waren. Vielleicht sind sogar die Konzepte fehlerbehaftet. Wenn die Verzögerungen zwischen einem Anstieg der Zinssätze und der Reaktion von Volkswirtschaften so «lang und variabel» sind, wie es scheint, müssen wir uns fragen, ob es nicht einen besseren Weg gibt, die Gesamtnachfrage zu steuern - oder mit den Folgen zu leben, wenn sie nicht gesteuert wird. Die Antwort sollte nicht aus einer aktiveren Geldpolitik oder Kreditkontrollen bestehen.



Nun haben wir den Parcours aus Inflation, Zinsen und Rezession schon häufiger durchlaufen, wenn auch nicht in letzter Zeit, und die derzeitige Inflationsepisode sieht nicht so bedrohlich aus, wie sie hätte sein können.

Die Arbeitsmärkte waren in der Tat bemerkenswert flexibel, da die Arbeitnehmer ihre Reallöhne letztlich gegen Arbeitsplatzstabilität eingetauscht haben: Die befürchtete «Lohn-Preis-Spirale» ist ausgeblieben, zumindest bisher. Der geldpolitische Overkill kann in Grenzen gehalten werden.

In den Industrieländern ist das Nettovermögen der privaten Haushalte zwar gegenüber dem Höchststand von Anfang 2002 gesunken, ist aber dennoch extrem positiv und wird weiterhin deutlich über den historischen Trends bleiben. Die Vermögenssituation im Allgemeinen - sowohl die der Staaten als auch die der Verbraucher - stellt nicht die strukturelle Bedrohung dar, die viele Meinungsmacher an die Wand malen; ebenso wenig wie die Alterung der Bevölkerung (zumindest im Westen).

Die Umfragen zum Konjunkturklima sind derzeit schwach, aber nicht dramatisch. Die härteren Daten zur Produktion machen einen robusten Eindruck. Die USA sind derzeit am stärksten, während Europa schwächelt und China enttäuscht. Im weiteren Verlauf des Jahres werden die gebeutelten europäischen Verbraucher jedoch von niedrigeren Energiekosten profitieren, während die unerhebliche Inflation in China es der Regierung erlauben wird, die Wirtschaft stärker zu unterstützen.

Eine technische Rezession ist nicht auszuschließen. Erneute Spannungen im Bankensektor - und das Auftreten von Störungen in den Finanzmärkten im Allgemeinen - sind angesichts der gestiegenen Zinssätze immer möglich. Dennoch scheint ein dramatischer wirtschaftlicher Abschwung weder unvermeidlich noch wahrscheinlich.

Wenn sich die Wirtschaft auf ein «früheres normales» Zinsniveau einstellen kann, wovon wir ausgehen, werden sich auch die Anleger anpassen müssen.

Die nominalen Leitzinsen sind zwar nahe an ihren Höchstständen, werden aber wohl nicht so schnell wieder sinken. Die realen Renditen könnten sogar in Europa wieder in den positiven Bereich zurückkehren und dort bleiben. Viele Anleihekurse werden ihre Höchststände nicht so schnell wieder erreichen - wenn überhaupt. Dafür werden ihre Renditen wieder zu einer bedeutenden Quelle von Kapitalerträgen werden. Nach dem Trauma von 2022 werden Anleihen nicht mehr als «risikofreie Rendite» eingestuft, stellen aber zumindest auch kein «renditefreies Risiko» mehr da.

Das frühere, normale Zinsniveau könnte auch die Bewertungen von Aktienbewertungen einschränken und dividendenstarke Sektoren attraktiver machen, aber noch haben diese Überlegungen keinen Einfluss auf die taktische Vermögensallokation unserer Mosaique-Portfolios. Die Rentabilität der US-Unternehmen ist seit etwa drei Jahrzehnten bemerkenswert robust, und das nicht nur wegen der niedrigen Zinsniveaus der letzten Jahre. Unserer Ansicht nach haben die globalen Aktien die niedrigen Zinsen von Anfang an nicht vollständig eingepreist.

Wenn sich das globale BIP weiter in Richtung Dienstleistungen und digitale Produktion verlagert, könnten auch die Bilanzen weniger greifbar und vielleicht kleiner werden, und damit die Rentabilität strukturell untermauern. Der Produktzyklus könnte für die Entwicklung von dominanten Positionen an den Aktienmärkten ebenso wichtig sein wie die Zinssätze und dazu beitragen, die Mauer der Sorgen zu überwinden.





Eine positive zweite Jahreshälfte

In der ersten Jahreshälfte 2023 vollzog sich ein Umschwung bei der Stimmung an den Märkten, und es war eine deutliche Erholung von den Tiefstständen des vierten Quartals 2022 zu verzeichnen, die von einer konzentrierten Gruppe von Unternehmen angeführt wurde. Der Umstand, dass die Straffungsmassnahmen der Zentralbanken keine nennenswerten negativen Auswirkungen auf die Wirtschaftsentwicklung hatten, trug in Verbindung mit spürbaren Anzeichen einer Inflationsabschwächung zu dieser robusten Wende bei.

Ferner hat China im Januar 2023 nach einer dreijährigen Isolationsphase seine Wirtschaft wieder eröffnet. Dies geschah in der Erwartung, dass private Investitionen zur wirtschaftlichen Erholung des Landes beitragen würden. Allerdings weisen die jüngsten Daten darauf hin, dass die Investitionen aus dem Privatsektor nicht so stark wie erwartet wieder an Fahrt gewinnen. Der Aufschwung Chinas steht daher vor weiteren Herausforderungen, die durch den jüngsten Einbruch des Immobilienmarktes noch weiter verschärft werden.

Positiv zu vermerken ist, dass die globalen Unternehmensgewinne deutlich stärker ausfielen als erwartet, vor allem im Segment der hochwertigen Large- und Mega-Cap-Unternehmen. Im Zuge des nachlassenden Inflationsdrucks und in Anbetracht einer Wirtschaft, die bisher von Rückschlägen verschont geblieben ist, sehen wir optimistische Signale für die zweite Jahreshälfte. Kurzfristige Rücksetzer und Korrekturen sind immer möglich, wir erwarten jedoch, dass ein umfassenderer zyklischer Aufschwung zu neuen Höchstständen bevorstehen könnte. Ein weiterer Rückgang der Inflation könnte sich dafür als wichtiger Impulsgeber erweisen.



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment Officer



Mosaïque Vermögensallokation

Dr. Carlos Mejia — Chief Investment Officer
Kevin Gardiner — Global Investment Strategist

Am deutlichsten zeigt sich die wirtschaftliche Stärke in den USA: Hier hat sich das Wachstum zu Beginn des dritten Quartals im Jahresvergleich offenbar deutlich beschleunigt. Vor diesem Hintergrund stiegen die Renditen von US-Staatsanleihen im August kurzzeitig auf ihren höchsten Stand seit 2007.

In Europa, insbesondere in der Eurozone, scheint die Wirtschaft am schwächsten zu sein, obgleich die Arbeitslosigkeit immer noch historisch niedrig ist und eine deutliche Divergenz zwischen schwachen subjektiven Umfragedaten und robusteren Daten zu Produktion und Ausgaben festzustellen ist. Die konjunkturelle Entwicklung Chinas ist nach wie vor enttäuschend, aber immer noch deutlich höher als in den meisten westlichen Volkswirtschaften, und den politischen Entscheidungsträgern bleibt reichlich Spielraum, um die Wirtschaft zu stützen, wenn sie dies wünschen.

Die Inflation klingt weiterhin allmählich ab, wenn auch in unterschiedlichem Tempo. Dieser Trend ist in den USA trotz der robusteren Wirtschaft am stärksten ausgeprägt, während in Europa insbesondere die Kerninflationen noch keinen überzeugenden Spitzenwert erreicht haben. Die Inflation in China ist derzeit vernachlässigbar gering. Das ist einer der Gründe, warum die chinesische Zentralbank ihre Leitzinsen senken kann, während sie andernorts noch erhöht werden.

Insgesamt bleibt unsere Einschätzung des breiteren Wirtschaftszyklus unverändert. In den grossen Volkswirtschaften ist eine technische Rezession immer noch vorstellbar, solange die Auswirkungen der Geldpolitik noch nicht in vollem Umfang spürbar sind, und es wäre überraschend, wenn nach einer so raschen Straffung weitere Turbulenzen an den Finanzmärkten völlig ausbleiben würden. Dennoch halten wir einen schwerwiegenden Abschwung auch weiterhin weder für notwendig noch für wahrscheinlich. Insbesondere in Europa unterstützen die gesunkenen Energiepreise die Kaufkraft – trotz

der gestiegenen Zinssätze. Wir bezweifeln jedoch, dass das Wirtschaftswachstum ausreichen wird, um einen erneuten Anstieg der freien Kapazitäten zu verhindern. Gemeinsam mit dem Wegfall früherer Wirtschaftsengpässe und Arbeitsmärkten, die trotz des Drucks auf die Lebenshaltungskosten und der niedrigen Arbeitslosenquoten bemerkenswert entspannt bleiben, wird diese Entwicklung wahrscheinlich dazu führen, dass die Inflation allmählich nachlässt. Gleichwohl erwarten wir nicht, dass die Inflationsraten in den USA und Europa nachhaltig auf das angestrebte Niveau zurückfallen werden, sondern sehen sie eher im Bereich von 2-4%.

Was bedeutet das für die Anleger?

Die Volkswirtschaften sind auf den aktuellen Niveaus schwach genug, um den Schluss zuzulassen, dass die Zentralbanken ihre Zinssatzanhebungen fast abgeschlossen haben – allerdings nicht schwach genug, als dass ein baldiger Rückgang der Zinssätze zu erwarten wäre. Vor diesem Szenario sind im letzten Monat die Kurse sowohl von Anleihen als auch von Aktien gefallen.

Wir haben unsere Aktienposition Ende Juli übergewichtet und halten diese Entscheidung trotz des Rücksetzers im August weiterhin für angemessen. Das Risiko einer zu strengen Geldpolitik hat nachgelassen, gleichzeitig stabilisieren sich die Erwartungen hinsichtlich der Rentabilität von Unternehmen auf einem gesunden Niveau. Die Aktienkurse haben sich bereits erheblich von den Tiefstständen vom Herbst letzten Jahres erholt und sind nicht billig. Dennoch glauben wir, dass

eine deutliche von Risikoappetit ausgelöste Rallye bevorstehen könnte (möglicherweise unterstützt durch Optimismus aufgrund einer weiteren Entspannung zwischen den USA und China zum Reizthema Taiwan). Wir können den Zeitpunkt nicht mit Sicherheit prognostizieren, haben uns aber in Erwartung einer solchen Entwicklung für eine Übergewichtung entschieden. Anleihen sind nicht mehr teuer. In den USA und im Vereinigten Königreich bieten sie mittlerweile Renditen, die sogar über der von uns erwarteten überdurchschnittlichen Inflation liegen dürften. Dennoch herrscht über die letzten Schritte der geldpolitischen Straffung noch Ungewissheit, und da weitere Zinssenkungen nur in weiter Ferne zu erwarten sind, halten wir eine optimistische Strategie für verfrüht - insbesondere in Europa, wo die realen Renditen nach wie vor niedriger sind und wir uns erst im Juli wieder für eine neutrale Gewichtung entschieden haben.

Aktien

Ende Juli haben wir uns bei der Aktienpositionierung für die Rückkehr zu einer Übergewichtung entschieden, die wir nach dem Einmarsch Russlands in der Ukraine auf eine neutrale Allokation reduziert hatten. Wir bevorzugen weiterhin die USA und - ungeachtet der kurzfristigen Schwierigkeiten Chinas - asiatische Schwellenländer, und bleiben bei unseren Untergewichtungen in der defensiven Schweiz und dem Vereinigten Königreich. Gleichzeitig richten wir unsere Portfolios zulasten einer defensiven Ausrichtung auf eine Mischung aus Wachstumssektoren und zyklischen Sektoren aus. Wir haben diese Umschichtung durch eine Reduzierung der Barmittel finanziert.

Anleihen

Wir haben im vergangenen Monat eine langjährige Anleihen-Untergewichtung in den europäischen Portfolios aufgegeben. Dadurch ist unsere Positionierung im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere in den europäischen Portfolios stärker an die US-Portfolios angeglichen (die verbleibende Abweichung beruht darauf, dass wir in den europäischen Portfolios Hochzinsanleihen bevorzugen, während wir in den US-Portfolios eine neutrale Positionierung in Bezug auf die Kreditqualität verfolgen). Wie auch bei den Aktien finanzieren wir diese Aufstockung der Anleihen in den europäischen Portfolios aus Barmitteln.

Durch diese Veränderungen ist unsere gesamte Vermögensallokation in den amerikanischen und europäischen Portfolios mittlerweile ungefähr gleich ausgerichtet: Wir unterhalten eine einzige Übergewichtung in Aktien, eine einzige Untergewichtung in Barmitteln und eine neutrale Position im Anleihenbereich. Wir können uns vorstellen, beide Anlageklassen irgendwann überzugewichten, das allerdings erfordert vielleicht (noch) mehr Vertrauen in einen günstigen Inflations-/Wachstumsmix - und die Erwartung niedrigerer Zinsen.

Währungen

Wir sind weiterhin wenig von den Hauptwährungen überzeugt - eine Ansicht, mit der wir im momentanen Marktklima, das von niedriger Volatilität an den Devisenmärkten geprägt ist, gute Erfahrungen gemacht haben. Der US-Dollar scheint nicht mehr so robust zu sein wie in letzter Zeit: Die US-Notenbank steht wohl kurz vor dem Abschluss ihres geldpolitischen Straffungszyklus und eine sich stabilisierende Weltwirtschaft sowie eine zunehmende Risikobereitschaft sprechen eher für einen schwachen als einen starken US-Dollar. Zudem sieht die US-Währung teuer aus. Diese Überlegungen wirken sich jedoch nicht auf unsere regionalen Aktienpositionen aus - die Währungsüberzeugung ist in den besten Zeiten gering, oder sollte es zumindest sein, während die Volatilität an den Aktienmärkten die Renditen der meisten ausgewogenen Portfolios dominiert.

LEGENDE	-	Neutral	+
Übergewichtung			
Benchmark			
Untergewichtung			
Änderungen		→	←

		-	Neutral	+
PORTFOLIOSTRUKTUR	USA	Geldmarkt		
		Aktien		
		Festverzinsliche Wertpapiere		
		Gold		
	Europa	Geldmarkt		
		Aktien		
		Festverzinsliche Wertpapiere		
		Gold		
	Schweiz	Geldmarkt		
		Aktien		
		Festverzinsliche Wertpapiere		
		Gold		
ANLEIHEN	USA	Duration		
		Staatsanleihen		
		Investment-grade		
		Hochverzinslich		
	Europa	Duration		
		Staatsanleihen		
		Investment-grade		
		Hochverzinslich		
	Schweiz	Duration		
		Staatsanleihen		
		Investment-grade		
		Hochverzinslich		

		-	Neutral	+
Regionen	Nordamerika			
	Eurozone			
	Vereinigtes Königreich			
	Schweiz			
	Japan			
	Pazifischer Raum (ohne Japan)			
	Schwellenländer (ohne Asien)			
	Schwellenländer Asien			
AKTIEN	Sektoren (USA)	Energie		
		Grundstoffe		
		Industrie		
		Versorger		
		Zyklische Konsumgüter		
		Grundbedarfsgüter		
		Kommunikation		
		Gesundheitswesen		
		Technologie		
		Finanzen		
		Immobilien		
	Sektoren (Europa)	Energie		
		Grundstoffe		
		Industrie		
		Versorger		
WÄHRUNG	WÄHRUNG	USD		
		EUR		
		GBP		
		CHF		



%Chg

+0.35%

+1.70%

-5.71%

+1.66%

+3.26%

+1.20%

+1.43%

+1.75%

+0.94%

0.00%

72.50

Marktbetrachtung

Clément Boisson, CFA — Portfoliomanager

Die Marktstimmung hat sich in diesem Jahr deutlich verändert. Anders als im Jahr 2022, als Wachstum der am wenigsten bevorzugte Aktienanlagestil war, hat er sich in diesem Jahr als der erfolgreichste Ansatz erwiesen. Darüber hinaus entpuppte sich unsere Vorliebe für Unternehmen mit Qualitätsmerkmalen als vorteilhaft: Wir haben uns auf Cash-generierende Unternehmen mit soliden Bilanzen konzentriert, und dabei insbesondere auf solche, die in die Kategorie der Large- und Mega-Caps fallen.

Ein Rückblick

Das Frühjahr brachte bedeutende Entwicklungen in der Finanzlandschaft. Einige Banken bekamen die Auswirkungen der raschen Zinserhöhungen durch die Zentralbanken mit dem Ergebnis zu spüren, dass schwächere Banken sowohl in Europa als auch in den Vereinigten Staaten von Konkurrenten mit starken Bilanzen übernommen wurden. Trotz dieser Turbulenzen haben sich die Marktbedingungen insgesamt verbessert und die Befürchtungen einer ausgewachsenen Bankenkrise haben sich

zerstreut. Gleichzeitig zeichneten sich mit dem Rückgang der Inflation und einem anhaltend hohen Beschäftigungsniveau positive Wirtschaftsindikatoren ab. Die Unternehmen meldeten robuste Gewinne, wodurch sich die Stimmung an den Märkten verbesserte. Der Aufschwung waren in erster Linie den sogenannten «glorreichen Sieben»⁽¹⁾ zu verdanken, den grössten US-Technologiewerten, auf die der Grossteil der Gewinne im Frühjahr zurückzuführen war. Trotz einiger anfänglicher Skepsis über die Nachhaltigkeit dieser Rallye setzte bald eine breitere Beteiligung am Aktienmarkt ein, die zu einem robusteren Marktumfeld beitrug. Angesichts der stabilen Wirtschaft und der niedrigen Arbeitslosigkeit richteten die Zentralbanken ihr Augenmerk wieder verstärkt auf die Inflation. Dies führte zu Zinserhöhungen. Die Spreads hingegen entwickelten sich gegenläufig und gingen leicht zurück. Der Sommer begann mit einer Bestätigung der vorherrschenden Trends, auch wenn es Anfang August einige Herausforderungen gab. Diese leichte Korrektur war jedoch nur von kurzer Dauer, und die Märkte setzten ihren Kurs fort, wobei Technologie- und Qualitätsaktien weiterhin den Ton angaben.

Auswirkungen auf unsere Portfolios

Für die Performance unserer Portfolios spielte die Auswahl der Titel eine entscheidende Rolle. Unsere Anlagen in den Sektoren Luxusgüter und Technologie entwickelten sich ausserordentlich gut und trugen erheblich zu unserer Gesamtpformance bei. Demgegenüber blieben unsere Engagements in Asien (ohne Japan) hinter den Erwartungen zurück. Im Juli haben wir unsere

¹ Apple, Microsoft, Amazon, Google, Nvidia, Tesla und Meta (Facebook)



Aktienengewichtung auf eine einfache Übergewichtung geändert, nachdem wir sie im Anschluss an den Einmarsch Russlands in der Ukraine auf neutral geändert hatten. Unsere regionalen und sektoralen Präferenzen haben wir jedoch unverändert gelassen und bleiben bei einer positiven Einschätzung der USA und der asiatischen Schwellenländer, während wir defensivere Märkte wie die Schweiz und das Vereinigte Königreich weiterhin untergewichten. Darüber hinaus haben wir unsere Portfolios auf eine Mischung aus Wachstums- und zyklischen Sektoren ausgerichtet und die Gewichtung der defensiven Werte verringert. Diese Umschichtung haben wir durch eine Reduzierung der Barmittel finanziert. Als die Federal Reserve und in der Folge auch andere grosse Zentralbanken ihre Zinserhöhungen verlangsamen, haben wir darüber hinaus auch unsere seit langem bestehende Untergewichtung im Bereich festverzinsliche Anleihen verringert und uns für eine Erhöhung der Duration entschieden. Durch diese Anpassungen ist unsere gesamte Vermögensallokation in den amerikanischen und europäischen Portfolios ungefähr gleich ausgerichtet: Wir unterhalten nun eine einfache Übergewichtung bei den Aktien, eine einfache Untergewichtung bei den Barmitteln und eine neutrale Position bei den Anleihen.

Ausblick auf die Märkte

Unser Ausblick ist weiterhin überwiegend positiv. Wir sehen eine Wirtschaft, die sich bei steigenden Zinsen und einem allmählichen Rückgang der Inflation als widerstandsfähig erwiesen hat. Die Unternehmensgewinne sind nach wie vor robust, und wir sind weiterhin zuversichtlich, was die Positionierung unseres Portfolios betrifft. Unser Schwerpunkt liegt auf Qualitätsunternehmen mit soliden Cashflows und klaren Strategien. Die Zentralbanken nähern sich der fortgeschrittenen Phase ihrer Zinserhöhungszyklen, wodurch sich interessante Möglichkeiten für Anleihen ergeben - eine Entwicklung, die wir seit geraumer Zeit nicht mehr erlebt haben. Das globale Umfeld mag zwar weiterhin herausfordernd erscheinen, dennoch glauben wir, dass wir mit einer pragmatischen Positionierung vor dem Hintergrund belastbarer Wirtschaftsdaten und der Beibehaltung unserer langfristigen Strategie, uns auf qualitativ hochwertige Unternehmen zu konzentrieren, in absehbarer Zukunft eine starke Performance erzielen können.



Marktausblick

**Möchten Sie mehr über das aktuelle
makroökonomische Umfeld erfahren?**

Unsere Flaggschiff-Strategiepublikation *Marktausblick*, liefert Ihnen die neuesten Markt- und makroökonomischen Erkenntnisse unserer globalen Anlagestrategen und erklärt, was diese für Ihre Portfolios bedeuten.

www.rothschildandco.com/insights





Ein Einblick in die Welt der Privatbanken

Gabriel Gascon — Head Private Banking Genf

Andreas Feller — Head Swiss Onshore und Deputy Head Private Banking Zürich

Um Privatbanken ranken sich viele Mythen. Nicht nur hat sich die Branche in den letzten Jahren stark verändert, insbesondere durch das Aufkommen der künstlichen Intelligenz, sondern sie muss sich auch mit veränderten Kundenbedürfnissen in einer komplexeren, von ständigem Wandel geprägten Finanzlandschaft auseinandersetzen. Im folgenden Interview mit Andreas Feller (AF), Head Swiss Onshore und Deputy Head Private Banking Zürich, und Gabriel Gascon (GG), Head Private Banking Genf, wollen wir herausfinden, ob diese Mythen gerechtfertigt sind, erörtern die wichtigsten Veränderungen, die in den kommenden Jahren zu erwarten sind, und sprechen darüber, wie wir unsere Kunden in einem komplexen Marktumfeld unterstützen können.

1. Frage: Was unterscheidet Ihrer Meinung nach Rothschild & Co (R&Co) von anderen Banken?

GG: Unsere Bank ist ein Familienunternehmen und das ist es, was R&Co wirklich von allen anderen Banken unterscheidet. Bei R&Co stimmen Unternehmens- und Familieninteressen überein und werden durch unsere erstklassigen Serviceleistungen ergänzt. Wir beraten seit über 200 Jahren vermögende Familien und geben ihnen Zugang zu einem einzigartigen globalen Netzwerk, einschliesslich unserer Merchant Bank¹ und unserem Global Advisory², die beide ein wesentlicher Bestandteil unseres Angebotes sind.

AF: Aber was uns wirklich einzigartig macht, ist unsere Kernkompetenz: die Beratung. Unsere DNA ist tief in der Kunst der Beratung verwurzelt, eine Tradition, die von Generation zu Generation weitergegeben wird. Das unterscheidet uns von vielen unserer Mitbewerber, die sich hauptsächlich auf die Emission und Platzierung von Finanzprodukten und Fonds konzentrieren.

2. Frage: Wie hat die künstliche Intelligenz das Private Banking verändert?

GG: Ich glaube, dass künstliche Intelligenz (KI) eine ähnliche transformative Wirkung haben wird wie das Internet zu Beginn der 2000er Jahre. Sie wird unsere Arbeitsprozesse umgestalten und von uns verlangen in neue Technologien zu investieren, damit wir unseren Kunden das höchstmögliche Service-Niveau bieten können. Allerdings gehe ich nicht davon aus, dass sich die grundlegende Art und Weise, wie Privatbanken Kundenbeziehungen gestalten und pflegen, dadurch ändern wird. Das Private Banking ist eine Branche, bei der die Menschen im Mittelpunkt stehen und die auf persönlichen Beziehungen und Vertrauen beruht. Technologie ist zweifelsohne ein wichtiges Werkzeug, mit dem wir unseren Service unterstützen und verbessern können, menschliche Interaktion kann sie jedoch niemals ersetzen.

¹ Merchant Banking ist der Bereich von Rothschild & Co, der das Kapital des Unternehmens zusammen mit dem einer ausgewählten Gruppe führender institutioneller und privater Anleger investiert.

² Global Advisory bietet Lösungen in den Bereichen Fusionen und Übernahmen, Schuldenberatung und Aktienmärkte.

AF: Ich sehe das so wie Gabriel. Technologie kann niemals die Tiefe einer menschlichen Beziehung ersetzen, die sich über Jahre hinweg durch Vertrauen und Interaktionen entwickelt hat. Ich habe in meiner beruflichen Laufbahn zahlreiche globale Finanzkrisen miterlebt. Obwohl uns die Technologie ausgezeichnete Diagramme und Datenanalysen der Finanzkrise von 2008 präsentieren kann, vermittelt und ersetzt sie nicht die Erfahrungen, die man im Laufe einer Berufslaufbahn sammelt. Ich habe damals die Portfolios verwaltet, die Emotionen erlebt und meine Kunden unterstützt. Und aufgrund dieser beruflichen und persönlichen Erfahrungen kann ich meinen Kunden heute wertvolle Ratschläge geben. Hier stösst Technologie zwangsläufig an ihre Grenzen.

3. Frage: Welche Veränderungen erwarten Sie für die nächsten Jahre?

GG: Bedingt durch den demografischen Wandel erwarten wir in den kommenden Jahren einen erheblichen Vermögenstransfer, der zu einer neuen Generation von Kunden führt. Diese neue Generation zeichnet sich durch hohe technologische Kompetenz aus und erwartet nahtlose digitale Bankdienstleistungen mit schnellem Zugang zu Informationen und Unterstützung. Diese Kunden sind mit digitalen Tools vertraut, führen sorgfältige Due-Diligence-Prüfungen im Hinblick auf Preise und Dienstleistungen durch und legen bei Gebührenstrukturen, Anlageoptionen und dem Beratungsprozess grossen Wert auf Transparenz. Gleichzeitig werden die Finanzmärkte immer komplexer und wir können unsere Kunden - insbesondere auch die jüngere Generation - unterstützen, indem wir ihnen profundes Wissen zu Finanzthemen vermitteln und sie mit den notwendigen Anlagestrategien für dieses komplexe Umfeld ausstatten.

AF: Ich erwarte drei wesentliche Veränderungen. Erstens vollzieht sich eine allmähliche Konsolidierung innerhalb der Branche, die durch den Druck der Regulierungsbehörden vorangetrieben wird. Zweitens ändern sich die Erwartungen von Kunden und Interessenten: Unsere Kunden verlangen heute ein ganzheitliches Konzept. Sie wünschen sich eine 360-Grad-Bankdienstleistung, die mehr auf ganzheitliche

Lösungen als auf reine Transaktionsgeschäfte ausgerichtet ist. Diese Verschiebung ist vor allem bei Kunden festzustellen, die ihr Vermögen und ihre Geschäfte über internationale Grenzen, mehrere Rechtsordnungen und generationsübergreifende Vermögensübertragungen hinweg verwalten. Um dieser Entwicklung Rechnung zu tragen, haben wir unsere Kompetenzen in Bereichen wie Finanz-, Vermögens- und Ruhestandsplanung ausgeweitet. Der dritte Faktor, den Gabriel bereits erwähnt hat, ist der zu erwartende umfangreiche Übergang von Vermögen, der eine Anpassung an die Bedürfnisse und Präferenzen der jüngeren Generation erfordert. Während Diskussionen über den Umgang mit der jüngeren Generation offenkundig an der Tagesordnung sind, findet diese Diskussion über die Übertragung von Vermögen noch immer mit der "früheren" Generation statt. Die Zahlen beweisen es: Die meisten unserer Schweizer Kunden übertragen ihr Vermögen in ihren 70er und 80er Jahren an ihre Kinder, die dann meist selbst bereits in ihren 40er und 50ern sind, und nicht direkt an Millennials oder jüngere Familienmitglieder.

4. Frage: Im Juni hat sich die Schweiz verpflichtet, bis zum Jahr 2050 CO2-Neutralität zu erreichen. Zeigen Ihre Kunden ein grösseres Interesse an Anlageoptionen, die ESG-Kriterien (Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) erfüllen, und wie gehen Sie auf diese Bedürfnisse ein?

GG: Im Zuge des weltweit wachsenden Umweltbewusstseins wächst auch die Bedeutung von ESG-Investitionen. Wenn wir in diesem Bereich erfolgreich sein wollen, müssen wir eine längerfristige Perspektive einnehmen. Die ESG-Prinzipien sind nicht neu und es gibt zahlreiche nachhaltige Unternehmen, die umweltbewusst und gleichzeitig hochprofitabel sind. In dem Masse wie ESG auf dem Markt für börsennotierte Unternehmen an Bedeutung gewinnt, wird es immer schwieriger attraktive Opportunitäten zu identifizieren. Dank unseres umfassenden Angebots an Lösungen und Beratungsdiensten sind wir jedoch hervorragend dafür aufgestellt, diesen Anforderungen gerecht zu werden.

Die derzeitige Situation auf dem Anleihemarkt ist in der Tat aussergewöhnlich und bietet attraktive Renditen, die es so lange nicht mehr gegeben hat.

AF: Unsere Bank achtet auf die Einhaltung aller massgeblichen Standards und wir alle begrüssen diesen Wandel. Das bedeutet, dass unsere Unternehmensphilosophie nicht nur darauf beruht, dass wir bestimmte Unternehmen ausschliessen, sondern vielmehr, dass wir uns auf Firmen konzentrieren, die sich für einen positiven Wandel einsetzen. Dabei ist es auch wichtig, die wachsende Skepsis der Kunden zu respektieren, ob Unternehmen ihren ESG-Verpflichtungen tatsächlich nachkommen und ob ihre Initiativen bis 2030 oder 2050 wirklich den erwarteten Nutzen bringen werden. Das ist ein Faktor, den wir bei unserer Recherche besonders berücksichtigen.

5. Frage: Kunden von R&CO haben Zugang zu einer Vielzahl von Anlageklassen. Stellen Sie Veränderungen in Bezug auf die Kundenpräferenzen fest? Gibt es bestimmte Anlageklassen, die Sie für die nahe Zukunft besonders aufmerksam beobachten?

AF: Die Präferenzen der Kunden entwickeln sich ständig weiter, wobei wir eine eindeutige Verschiebung in Richtung dieser drei Anlageklassen festgestellt haben: Bargeld, Anleihen und Private Markets. Noch vor zwei Jahren lag der Schwerpunkt auf Märkten wie Venture Capital, Kryptowährungen, Fahrzeuge, Uhren und Immobilien. Mit der jüngsten Normalisierung der Zinssätze hat sich jedoch gezeigt, dass diese Anlageklassen in eine Spekulationsblase geraten sind. Wir konzentrieren uns jetzt wieder auf die Fundamentaldaten, was bedeutet, dass Barmittel und festverzinsliche Wertpapiere, die in den letzten zehn Jahren in den Hintergrund gerückt sind, nun ein Comeback erleben. Für manche Anleger mögen diese Märkte weniger interessant sein, sie bieten aber aus Sicht des Risikomanagements und der Renditeoptimierung erhebliche Vorteile.

GG: Die derzeitige Situation auf dem Anleihemarkt ist in der Tat aussergewöhnlich und bietet attraktive Renditen, die es so lange nicht mehr gegeben hat. Das Interesse unserer Kunden an Anleihen, insbesondere an Unternehmensanleihen mit durchschnittlichen Laufzeiten von 3 Jahren auf dem Euro-Markt und 5 Jahren auf dem US-Markt, hat zugenommen. Zusätzlich ist für viele Kunden der Private Debt Markt³ eine interessante Alternative, der insbesondere qualifizierte Investoren anzieht. Diese Anlageklasse bietet einige aussergewöhnliche Gelegenheiten zur Erzielung attraktiver Renditen. Wie können unsere Kunden in solchen Märkten investieren? Mit dieser Fragestellung schliesst sich der Kreis zu dem, was wir bereits als ein Alleinstellungsmerkmal unserer Geschäftstätigkeit erwähnt haben: Unsere Merchant Bank. Die R&Co Group vertritt zusammen mit den Mitgliedern und Mitarbeitern der Rothschild-Familie 13% des Gesamtinvestments der Merchant Bank, worin sich eine aussergewöhnliche Übereinstimmung der Interessenlagen widerspiegelt.

6. Frage: Wir haben bereits über das Thema der nächsten Generation ("Next-Gen") gesprochen: Unterscheiden sich ihre Anforderungen von denen der vorherigen Generation und welche Unterstützung bieten Sie an?

GG: Die Next-Gen zeichnet sich in der Tat durch eine einzigartige Perspektive aus, die weitgehend von ihrer Vorbildung und der sich ständig weiterentwickelnden Finanzlandschaft geprägt ist. Wir legen grossen Wert auf umfassende Schulungen, die ihr das erforderliche Know-how für die veränderte Dynamik vermitteln. Zudem legen die jüngeren Kunden ein bemerkenswertes Preisbewusstsein an den Tag. Im gleichen Zuge stellen wir aber eine faszinierende Facette fest: Sie sehnen sich nach einem Gefühl der Sicherheit. Wenn einmal eine starke Bindung etabliert ist, wünschen sie sich die erkennbare Präsenz einer Bank, einen verlässlichen Tresorraum und einen persönlichen Bezug zu ihrem Banker. Für sie geht es um mehr als nur Zahlen - es geht ihnen um Vertrauen und eine echte menschliche Bindung.

³ Möchten Sie mehr Information über Private Märkte erfahren? Lesen Sie das Interview: *Private Debt und Private Equity für private Anleger: ein Gespräch mit unseren Schweizer Spezialisten* auf Seite 44.

AF: Meiner Meinung nach ist das Anlageverhalten der Next-Gen nicht so rigoros, wie manche annehmen. Natürlich sind sie technologisch sehr versiert, gleichzeitig legen sie aber auch grossen Wert auf die menschliche Beziehung zu ihrem Banker. Während sie kleinere Geldbeträge oft selbst verwalten, z. B. über Online-Broker, lassen sie sich für grösseren Investitionen gerne von einem erfahrenen Kapitalmarktspezialisten beraten. Sie streben auch danach, sich als Individuen weiterzuentwickeln, und erwarten dabei zeitnahe Rückmeldungen, die wir ihnen geben können.

7. Frage: Welche sind die häufigsten Missverständnisse oder Mythen im Zusammenhang mit Privatbanken und wie räumen Sie diese aus?

GG: Privatbanken werden oftmals als geheimnisvoll und intransparent wahrgenommen, was teilweise auf Skandale einzelner Gesellschaften zurückzuführen ist, die solche Vorurteile geschürt haben. Wir gehen einen anderen Weg als viele andere Unternehmen der Branche, indem wir unsere Kostenstrukturen offenlegen, wenn wir mit Kunden und Interessenten sprechen. Eine solche vollständige Transparenz ist von grösster Bedeutung, denn unsere Beziehung beruht auf Vertrauen.

AF: Ein grosses Missverständnis besteht darin, dass Privatbanken als ein Geschäftsmodell gesehen werden, das mit elegantem Ambiente und erlesenen Vernissagen verbunden ist, wobei dies tatsächlich nur ein winziger Aspekt der Gesamterfahrung ist. Kunden von heute wünschen «Content & Community Building» - Inhalte, die ihren sozialen und intellektuellen Ansprüchen gerecht werden. Wir investieren viel Zeit und Mühe in das Zusammenstellen von Inhalten, die den Interessen unserer Kunden entsprechen, und achten darauf, dass die richtigen Personen aktiv in diese Interaktionen eingebunden werden. Unser Service ist kein Pauschalangebot, sondern wird sorgfältig auf die persönlichen Bedürfnisse jedes Kunden abgestimmt.



Andreas Feller

Andreas Feller hat 2022 als Head Swiss Onshore und Deputy Head Private Banking, Zürich bei Rothschild & Co Bank AG begonnen und ist Mitglied des Exekutivausschusses. Zuvor war Andreas als Head Private Banking German Speaking Switzerland sowie als Mitglied des Regional Management Committee Switzerland, Europe und MENA bei der Bank Julius Bär AG in Zürich tätig. Andreas schloss sein Studium an der Hochschule Luzern mit dem Schwerpunkt in Finance ab.



Gabriel Gascon

Gabriel Gascon ist seit 2017 Head of Private Banking in Genf und Mitglied des Exekutivausschusses bei Rothschild & Co Bank AG. 2012 kam er als Kundenberater zur Rothschild & Co Bank AG in Genf und wurde 2015 Teamleiter für Schweizer Kunden. Zuvor arbeitete Gabriel 2009 als Kundenberater bei der Credit Suisse Genf in der Abteilung Special Service (internationale UHNWI-Kunden). Gabriel hat einen Abschluss in Finanzwissenschaften der Universität Paris Dauphine.



Perspectives

Keine Zeit zum Lesen? Wir hören Sie.

Hören Sie unseren *Perspectives* Podcast an, in dem wir unsere Sichtweisen zu den Entwicklungen an den Märkten und in der Weltwirtschaft darlegen sowie die verschiedenen Ansätze für die Kapitalallokation und Investitionsentscheidungen erläutern.

www.rothschildandco.com/insights



Anleihen 2.0

Bastian Freitag — Portfoliomanager, Fixed Income

Nach einem Jahr mit Rekordverlusten von weit über 10% bewegen sich die Anleihenmärkte seit Jahresbeginn 2023 seitwärts.

Ein Beispiel sind die Renditen von 10-jährigen US-Staatsleihen, die seit Januar um etwa 20 Basispunkte gestiegen – ein moderater Anstieg angesichts der steigenden Leitzinsen und der eher restriktiven Haltung der führenden Notenbanken.

Trotz dieser Entwicklung hat sich unser Ausblick für die globalen Anleihenmärkte in den letzten Wochen sukzessive verbessert. Die drei wichtigsten Hauptargumente, die für Anleihen sprechen, sind:

1. Die Aussichten in Bezug auf die Inflation verbessern sich kontinuierlich.
2. Der Zinserhöhungszyklus der führenden Notenbanken neigt sich dem Ende zu.
3. Die Bewertungen von Anleihen sind wieder attraktiver geworden.

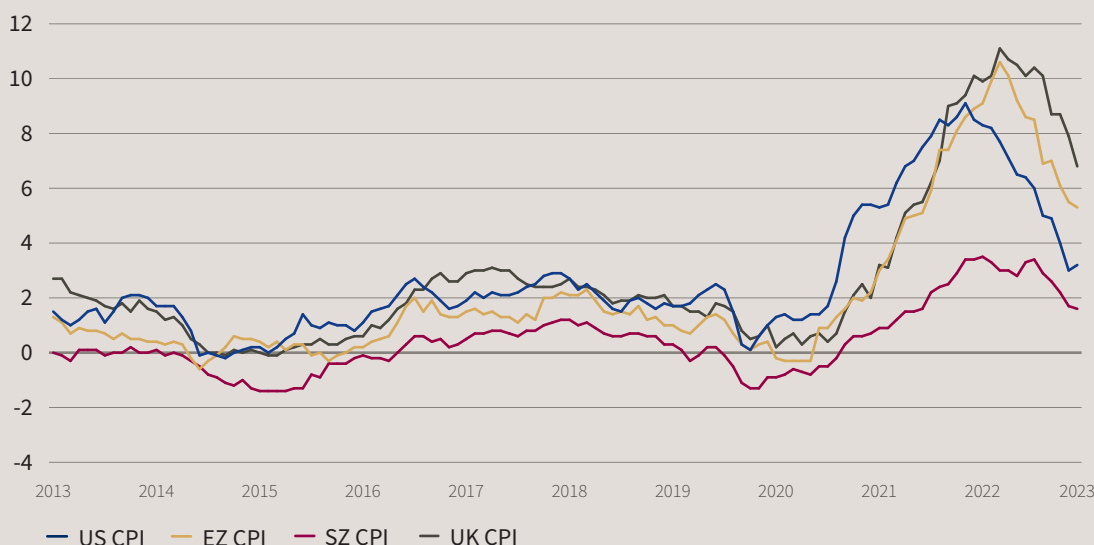
Inflationsraten haben ihren Höhepunkt überschritten

Seit Anfang 2022 stellen die Inflationsraten den bei weitem bedeutendsten Faktor für die Beurteilung der Rentenmärkte dar. Seit vielen Jahrzehnten und zum ersten Mal seit Bestehen der Eurozone haben die Inflationsraten das Ziel der führenden Notenbanken von 2% deutlich überschritten. Ferner sind seit Mitte des letzten Jahres die Gesamtinflationen¹ (headline inflation) für die meisten grossen Volkswirtschaften deutlich zurückgegangen (siehe Abbildung 1). Dies hat positive Auswirkungen auf die Anleihenmärkte und trägt zu ihrer Stabilisierung bei.

¹ Die Gesamtinflation (headline inflation) zeigt die Veränderung des Preisniveaus aller Güter und Dienste.

ABBILDUNG 1: RÜCKGANG DER GESAMTINFLATIONS-RATEN

Veränderungsrate der Gesamtinflation in den USA, der Eurozone, der Schweiz und in UK (%)



Quellen: Rothschild & Co.

² Berücksichtigt man bei der Inflationsberechnung die gegenwärtig besonders 'inflationsgeplagten' Güter, wie Energie und Lebensmittel, nicht, erhält man die Kerninflation (core inflation).

³ Einfluss ungewöhnlicher oder extremer Veränderungen des Preisindex/Teilindex während der Basisperiode auf die Veränderungen der jährlichen Inflationsrate. Eine Basisperiode stellt dabei den der Berechnung der Jahresraten zugrunde liegenden Zeitraum dar.

Auch wenn die Kerninflationsrate² (noch) deutlich über der Gesamtinflationsrate liegt, ist der generelle Rückgang der Inflationsraten positiv für den Ausblick auf Anleihen. Dabei beruht der Rückgang nicht nur auf Basiseffekten³, sondern insbesondere auch auf dem starken Rückgang der Rohstoffpreise, insbesondere der Energiepreise. Zusätzlich sorgt die Entspannung der globalen Lieferketten, die während der Corona-Pandemie enormen Belastungen ausgesetzt waren, für fallende Inflationsraten.

Zinserhöhungszyklus nähert sich dem Ende

Viele Notenbanken weltweit haben die Zinssätze bis zuletzt kontinuierlich erhöht. Doch allmählich neigt sich dieser Zyklus dem Ende zu, da die sinkenden Inflationsraten und der ungewisse Wirtschaftsausblick es den Notenbanken ermöglichen sollte, eine abwartende Haltung einzunehmen.

Für die Eurozone erwarten wir noch eine weitere Zinserhöhung seitens der Europäischen Zentralbank (EZB), für das Vereinigte Königreich noch eine weitere Erhöhung seitens der Bank of England. Hinsichtlich der Federal Reserve (Fed) ist unsicher, ob im weiteren Verlauf des Jahres noch eine zusätzliche Zinserhöhung erfolgen wird. Was jedoch sicher ist: Bis zum Ende des Jahres 2023 werden viele Zentralbanken in der entwickelten Welt ihren Zinserhöhungszyklus unterbrechen werden, was voraussichtlich positive Auswirkungen auf die Anleihenmärkte haben dürfte. Wie es nach dieser erwarteten Pause mit der Zinsentwicklung weitergeht, ist unserer Meinung nach noch unsicher. Kurzfristige Zinssenkungen sind jedoch unwahrscheinlich, es sei denn, der wirtschaftliche Ausblick verschlechtert sich deutlich.

Auch wenn die Kerninflationsrate (noch) deutlich über der Gesamtinflationsrate liegt, ist der generelle Rückgang der Inflationsraten positiv für den Ausblick auf Anleihen.

ABBILDUNG 2: GLOBALE ANLEIHERENDITEN SIND ATTRAKTIV

Rendite des Bloomberg Global Aggregate Index (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg.

Bewertung von Anleihen deutlich attraktiver

Ein weiterer Faktor, der den Ausblick für Anleihen positiv beeinflusst, betrifft ihre Bewertungen, die sich seit Anfang 2022 deutlich verbessert haben. Die Renditen für globale Anleihen sind derzeit so attraktiv wie seit der globalen Finanzkrise 2008/09 nicht mehr (siehe Abbildung 2).

Dabei stellt die aktuelle Rendite von Anleihen den entscheidenden Faktor dar, der die erwarteten Erträge während des Investitionszeitraums beeinflusst. Im Vergleich zur Niedrig-/Nullzinsphase vor dem Ausbruch der Coronapandemie erscheinen Anleihen wieder deutlich attraktiver und Anleger können durch die Auswahl von Anleihen mit hohen Kupons, wieder attraktive jährliche Erträge erzielen, die unabhängig von der Zinsentwicklung an den Anleihenmärkten sind.

Was sind die Risiken für unseren positiveren Ausblick für Anleihen?

In unserer Analyse der Risiken für unsere optimistischere Einschätzung von Anleihen fokussieren wir uns derzeit auf zwei Hauptgefahren für die Rentenmärkte:

1. Die Möglichkeit einer zweiten 'Inflationswelle', ähnlich wie in den 70er-Jahren, ist nicht ausgeschlossen. Der Rückgang der Inflation konzentriert sich bisher auf die Gesamtinflation. Die Kerninflation weiterhin (noch) deutlich zu hoch ist. Hierbei ist neben dem Risiko eines Anstiegs der Rohstoffpreise besonders das Risiko einer Lohn-Preis-Spirale zu nennen. Eine solche Entwicklung würde die Notenbanken dazu zwingen, die Zinsen weiter zu erhöhen, anstatt wie erwartet zu pausieren.
2. Ein abrupter Absturz der Realwirtschaft aufgrund der starken Zinserhöhungen, die sich auf Unternehmensanleihen. Ein sogenanntes 'hard-landing Szenario' würde sich auf Unternehmensanleihen auswirken, insbesondere von schlechterer Qualität, mit Kursverlusten zu Buche schlagen. Eine solche Rezession würde Staatsanleihen mit AAA-Rating eindeutig unterstützen, da die Zentralbanken die Zinssätze stark senken würden.

Beide Szenarien sind nicht ausgeschlossen, erscheinen jedoch zum gegenwärtigen Zeitpunkt unwahrscheinlich.

Wie positionieren wir uns?

Unser optimistischerer Ausblick für Anleihen spiegelt sich auch in unserer aktuellen Vermögensallokation wider. So haben wir zuletzt unsere Allokations-Untergewichtung von Anleihen aufgelöst und sind jetzt neutral positioniert. In den USA haben wir zusätzlich die Duration auf "Übergewichtung" heraufgestuft. Es ist durchaus möglich, dass wir zukünftig unsere Positionierung bezüglich Anleihen sowohl in Bezug auf Allokation als auch auf die Laufzeitverlängerung weiter erhöhen werden.





Andreas Schulze, Untitled (9), 2007

Eine bewegende Geschichte

Giovanna Lagutaine — Managing Director und Market Head Swiss Onshore
Jonathan Levy — Kurator und Kunstexperte

Unser jüngstes Ausstellungsprojekt baut auf unserer reichen Geschichte der Kunstförderung auf und befasst sich mit Themen rund um Geschichte, Geschichtsschreibung und Storytelling. Wir werfen einen Blick hinter die Kulissen, aber auch auf den heutigen Kunstmarkt im Allgemeinen.

Frage 1. Wir möchten gerne über Moving Narratives sprechen, die Ausstellung, die derzeit in unserem Zürcher Büro zu sehen ist. Können Sie das Gesamtthema und das Konzept der Ausstellung erläutern und was Sie dazu inspiriert hat, sie zu kuratieren?

Jonathan Levy (JL): «*Moving Narratives*» ist die zweite kuratierte Ausstellung in unserer jährlichen Ausstellungsreihe bei Rothschild & Co in Zürich. Sie beschäftigt sich mit Themen rund um Geschichte, Geschichtsschreibung und Storytelling. Die Ausstellung beleuchtet aus den unterschiedlichen Perspektiven unserer Künstlerinnen und Künstler, wie Geschichte aufgezeichnet, verarbeitet und weitergegeben wird. Bei der Auswahl der Kunstschaaffenden zeichnete sich ein Muster ab: Einerseits werden Künstlerinnen und Künstler vorgestellt, die sich in ihren Arbeiten konzeptionell mit historischem Material auseinandersetzen und kritisch untersuchen, wie Geschichte verpackt und transportiert wird. Andererseits umfasst die Ausstellung Arbeiten von Künstlerinnen und Künstlern, die als Storytelling agieren und sich dabei von der Ästhetik und den Methoden von Kinderbüchern und anderen allgemein bekannten Quellen inspirieren lassen. Wir folgen bei allen von uns kuratierten Ausstellungen diesen drei Leitprinzipien: (1) Kunst präsentieren, die relevant und repräsentativ für unsere Zeit ist, (2) Ausstellungen veranstalten, die mit der Geschichte der Rothschilds verbunden sind und (3) eine Plattform für die Förderung zeitgenössischer Künstlerinnen und Künstler bieten, deren Werke wir bewundern und die wir sammeln möchten.

Frage 2. Und was sollten Besucher im Idealfall von dieser Erfahrung mitnehmen?

Giovanna Lagutaine (GL): Wir möchten Ausstellungen schaffen, die die Besucher bereichern und es ihnen ermöglichen, entweder einzigartige neue Künstlerinnen und Künstler zu entdecken oder ihr bereits vorhandenes Wissen über diejenigen, die sie vielleicht schon kennen, zu vertiefen. Dabei wollen wir sie fesseln und inspirieren, indem wir für Themen sensibilisieren, die in der heutigen Welt von universeller Bedeutung und gleichzeitig von besonderer Relevanz sind. Und natürlich ist es unser Bestreben, dass unsere Ausstellungen und die Kunstsammlung von Rothschild & Co Schweiz zu einem bedeutenden Bestandteil eines umfassenderen kunsthistorischen Dialogs werden.

Frage 3. Wie sieht Ihr kuratorischer Prozess bei der Organisation einer Ausstellung aus?

JL: Unsere drei Hauptprinzipien beeinflussen die Art und Weise, wie wir bei der Erkundung und Entwicklung eines Konzepts für unsere Ausstellungen vorgehen. Zum einen wollen wir unser Wissen und Verständnis für die Geschichte der Rothschilds bereichern, zum anderen aber auch versuchen, den Anschluss an aktuelle gesellschaftliche und wirtschaftliche Debatten zu halten. Der letzte und zugleich wichtigste Punkt ist ein aufmerksames Verfolgen der Entwicklungen in der zeitgenössischen Kunstszene. Wir sind immer auf der Suche nach Künstlerinnen und Künstlern, die eine Verbindung zu den fünf Rothschild-Ländern haben, im heutigen breiteren Diskurs besonders relevant sind und in unsere Sammlung passen könnten. Das erfordert umfangreiche Recherchen und einen intensiven Austausch mit verschiedenen Kunstschaaffenden, Galerien und anderen Kunsteinrichtungen.



Rechts: Andreas Schulze, o.T. (Knoten), 2007

Links: Julian Irlinger, expiration: 11/1/1921 (II), 2021

GL: Es ist faszinierend zu sehen, wie Jonathans ursprüngliche Vision zunehmend Gestalt annimmt und sich zu einem konkreten Ausstellungskonzept entwickelt. Den umfangreichen Recherchen folgen ausführliche Gespräche mit den Künstlern und ihren Galerien - lange vor Umsetzungen und logistischer Planung. Der gesamte Entstehungsprozess ist unglaublich inspirierend.

Frage 4. Wie wurden das Kuratieren und die Präsentation von Kunst in den letzten Jahren von technologischen Entwicklungen beeinflusst?

JL: Es gibt inzwischen zahlreiche Werkzeuge, die unser Leben sehr viel einfacher machen. Wenn wir heute eine Ausstellung konzipieren, können wir sie mit digitalen Modellen unseres Gebäudes planen und problemlos hochauflösende Bilder von Kunstwerken austauschen, die sich in Wirklichkeit vielleicht weit von unserem Standort entfernt befinden. Wir können viele kuratorische Aufgaben problemlos vom Schreibtisch aus erledigen und müssen nicht mehr so viel reisen, um Kunstwerke auszuwählen oder um uns einen Eindruck vom aktuellen Zustand eines Kunstwerks zu verschaffen, das sich möglicherweise noch in der Realisierungsphase befindet. Auch die Kommunikation über die Inhalte von Ausstellungen lässt sich inzwischen wesentlich einfacher erstellen und aktualisieren. Derzeit verwenden wir eine interaktive, animierte Präsentation im Internet, um unsere vergangenen und aktuellen Ausstellungen

zu zeigen und so Interessenten ohne unnötige Verzögerungen auf dem neuesten Stand zu halten. Das Gleiche gilt für unsere Software für die Verwaltung der Sammlung, mit der wir umfassende Aufzeichnungen führen und alle Bewegungen verfolgen können, wenn wir Kunstwerke aus unserer Sammlung umsetzen bzw. umhängen oder ausleihen.

GL: Ein weiteres Beispiel ist die Produktion der Begleitbroschüren, die wir für unsere Ausstellungen entwerfen. Dank einer neuen Technologie können wir sie jetzt selbst herstellen. Das scheint zunächst nur ein Detail zu sein, aber unsere Abläufe sind dadurch reibungsloser und viel schneller geworden. Dank der vielfältigen technologischen Möglichkeiten, die uns zur Verfügung stehen, können wir unsere Ausstellungen einfacher und schneller als je zuvor planen, organisieren und kommunizieren.

Frage 5. Können Sie uns einige besondere Momente früherer Kunstaussstellungen in unseren Büroräumen schildern und uns verraten, auf welche Ausstellungen wir uns in naher Zukunft freuen können?

GL: Wir unterscheiden grundsätzlich zwischen zwei Arten von Ausstellungen: Unsere Gastausstellungen finden von Anfang des Jahres bis zum Sommer statt. In dieser Zeit laden wir andere Sammlungen ein oder stellen Künstler vor, deren Werke über die Parameter hinausgehen, die wir für unsere Sammlung definiert haben.

Danach folgen unsere kuratierten Ausstellungen, die von Juni bis Ende des Jahres laufen. Diese kuratierten Ausstellungen werden in der Woche vor der Art Basel eröffnet und zeigen zeitgenössische Kunst zu einem bestimmten Thema, gleichzeitig sind sie die Grundlage für die jährlichen Neuerwerbungen unseres Kunstausschusses.

JL: Ein Beispiel dafür ist die exklusive Ausstellung von Kunstwerken des ivorisch-amerikanischen Künstlers Ouattara Watts aus einer Privatsammlung, die wir Anfang dieses Jahres in unserem Büro in Zürich gezeigt haben und die nun in unser Büro in Genf umziehen wird. Hier in Zürich erfreuen wir uns noch immer an der Ausstellung «Moving Narratives». In der Zwischenzeit koordinieren wir die nächste Gastausstellung, in deren Mittelpunkt das sehr interessante Nachlasswerk dieser Künstler stehen wird: Der verstorbene neapolitanische Künstler Salvatore Emblema, dessen Werke kürzlich im Haus Konstruktiv in Zürich gezeigt wurden, und der tschechische Künstler und Meistergrafiker Pravoslav Sovak. Sobald wir unsere nächsten Ausstellungen in Zürich und Genf installiert haben, werden wir mit der Planung und Organisation der nächsten kuratierten Ausstellung beginnen, die im Sommer 2024 eröffnet werden soll.

Frage 6. Wie würden Sie den aktuellen Stand des Kunstmarktes beschreiben? Gab es in letzter Zeit irgendwelche auffälligen Trends oder Verschiebungen?

GL: Wir veranstalten am Ende unserer kuratierten Ausstellungen eine Finissage mit einem Rückblick auf das Jahr auf dem Kunstmarkt. Das ist für unsere Kunden sehr wichtig, denn Kunst wird immer wertvoller und spielt eine wichtige Rolle bei der Vermögensallokation der Menschen und in einigen Fällen sogar bei ihren Anlagestrategien. Unabhängig von ihren persönlichen Beweggründen wollen Kunden heute über die aktuellen Entwicklungen auf dem internationalen Kunstmarkt unterrichtet sein.

JL: Im bisherigen Verlauf dieses Jahres konnten wir mehrere Trends auf dem Kunstmarkt beobachten:

- 1) Geopolitische und wirtschaftliche Unwägbarkeiten wirken sich auf das Verhältnis von Angebot und Nachfrage auf dem Kunstmarkt aus. In der Vergangenheit lag zwischen Veränderungen in den Bereichen Politik, Wirtschaft und Geldmärkte und ihren Auswirkungen auf die Kunstwelt eine beachtliche Zeitspanne. Diese zeitliche Verzögerung nimmt ab, und die Menschen sind vorsichtiger, wenn es darum geht, wie sie ihr Geld anlegen. Diese Vorsicht spiegelt sich auch in der Anzahl bedeutender Kunstwerke wider, die im Rahmen öffentlicher Auktionen angeboten werden.

Julian Irlinger, expiration: 3 Months After Public Notice (II), 2021



Peter Wächtler



- 2) Heute betrachten immer mehr Käufer Kunst als eine Möglichkeit, ihr Anlageportfolio zu diversifizieren. Dabei gibt es eine wachsende Zahl von Unternehmen, die den Markt analysieren, Anlageberatung anbieten und den Zugang über Modelle des gemeinsamen Eigentums ermöglichen.
- 3) Auktionen, die die einzigen öffentlich verfügbaren Daten zum Kunstmarkt liefern, konnten gute Ergebnisse für sogenannte «Blue-Chip»-Kunst erzielen. Gleichzeitig ist der Markt für jüngere, aufstrebende Künstler und Künstlerinnen mit einer weniger etablierten Nachfrage selektiver und komplexer geworden.
- 4) Kunschtchaffende, die in der Vergangenheit aufgrund ihrer Rasse oder ihres Geschlechts benachteiligt wurden, erhalten endlich Anerkennung und erleben eine längst überfällige Anpassung ihrer Preise am Markt.

Frage 7. Wie können wir unsere Kunden in Bezug auf Ihre Kunstsammlung unterstützen?

GL: Wir haben mit der Organisation von kuratierten Ausstellungen begonnen und fügen nun nach und nach neue Kunstwerke in unsere Sammlung ein. Dabei haben wir schnell gemerkt, dass es ein starkes Interesse und einen echten Bedarf an Kunstdienstleistungen bei unseren Kollegen, Kunden und Interessenten gibt. Mit Hilfe unseres Netzwerks von externen Beratern können wir den Bedarf und die wachsende Nachfrage nach Kunstdienstleistungen während des Lebenszyklus jeder Kunstsammlung befriedigen.



Ouattara Watts, gewidmet zu Gerda Meyer-Bernstein



Giovanna Lagutaine

Giovanna ist seit 1994 bei Rothschild & Co. In ihrer Funktion als Market Head Swiss Onshore bieten sie und ihr Team eine Reihe von massgeschneiderten Finanzdienstleistungen für Schlüsselkunden und Familien in ganz Europa an. Ferner leitet Giovanna im Rahmen einer Reihe von Sonderprojekten eine philanthropische Initiative innerhalb von Rothschild & Co und hat im Jahr 2020 die neue Kunstinitiative der Bank ins Leben gerufen. Giovanna ist eine in Italien zugelassene Anwältin.

Jonathan Levy

Jonathan arbeitet als Kurator und Kunstexperte bei Rothschild & Co in Zürich. Nach seinem Master-Abschluss in Kunstgeschichte an der Universität Edinburgh arbeitete Jonathan Levy als Experte für moderne und zeitgenössische Kunst bei Christie's und renommierten Galerien in London. Davor war er Kunstexperte und Underwriter bei AXA Art Insurance.



Die Macht der Dividende: wenn sich der Einsatz in Kapital und Vertrauen auszahlt

Margot de Ziegler – Investment und Portfolio Adviser

Als die Niederländische Ostindien-Kompanie 1610 eine Dividende ausschüttete, war es das erste Mal, dass ein an einer Börse notiertes Unternehmen seinen Gewinn mit den Anlegern teilte. Die ersten Dividenden wurden hier allerdings in Form von Pfeffersäcken ausgezahlt

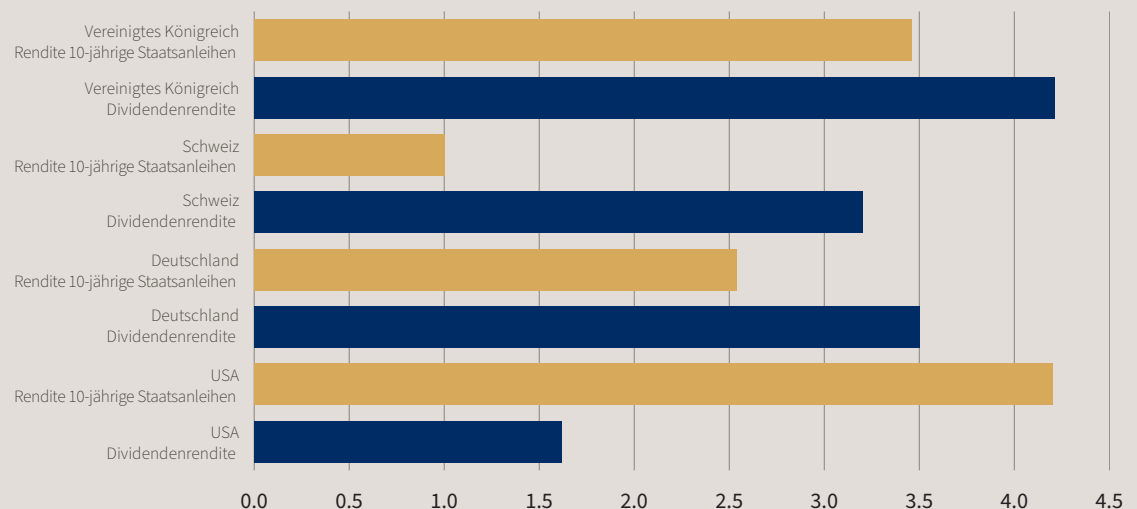
Auch 400 Jahre später bieten Dividenden ein gutes Einkommen für Anleger: Die 1.200 grössten börsennotierten Unternehmen der Welt haben im ersten Quartal 2023 zusammengekommen eine Rekordsumme von 326,7 Mrd. USD an Dividenden ausgeschüttet.¹

Für einkommensorientierte Anleger sind Investitionen in Dividendenwerte eine interessante Anlageform. Ferner sind nach dem jüngsten Zyklus

der Zinserhöhungen Strategien mit festverzinslichen Anlagen nun auch für Anleger in den Vereinigten Staaten und Europa attraktive Alternativen (siehe Abbildung 1). Während in einigen Regionen (z. B. in den USA) die Renditen von Anleihen die Erträge aus reinen Dividendenrenditen übertreffen, sollte ein Portfolio mehrere Ertragsstrategien enthalten, um seine Erträge langfristig zu maximieren.

ABBILDUNG 1: DIE ANLEIHERENDITEN SIND LEICHT GESTIEGEN, DENNOCH BIETEN EINIGE MÄRKTE IMMER NOCH HÖHERE DIVIDENDENRENDITEN

Vergleich von Dividendenrenditen mit Anleiherenditen (%)



¹ «Dividends from largest companies hit record \$326bn in first quarter», Arjun Neil Alim, *Financial Times*, 24 Mai 2023.

Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg-Daten, Stand: 25. August 2023.

Wie funktionieren Dividendenausschüttungen?

Ein Unternehmen kann einen Teil seiner Gewinne oder einbehaltenen Gewinne an seine Anleger ausschütten. Dies geschieht hauptsächlich in Form von Bardividenden oder Aktienrückkäufen. In den USA haben Aktienrückkäufe in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen, allerdings bleiben Bardividenden weltweit eine verlässlichere Quelle für Kapitalrückflüsse an die Aktionäre.²

Bei der Bewertung und dem Vergleich der potenziellen Einkommensrendite einer Aktie prüfen Anleger die Dividendenrendite, die wie folgt berechnet wird:

$$\text{Dividendenrendite} = \left(\frac{\text{Jahresdividende pro Aktie}}{\text{Aktienkurs pro Aktie}} \right) \times 100$$

² 'Dividends and Share Buybacks Could Fuel High «Total Yield». How to invest.' Lawrence C. Strauss, *Barron's*, 9. Februar 2023.

Ein wichtiger Bestandteil der Gesamtrendite von Aktien

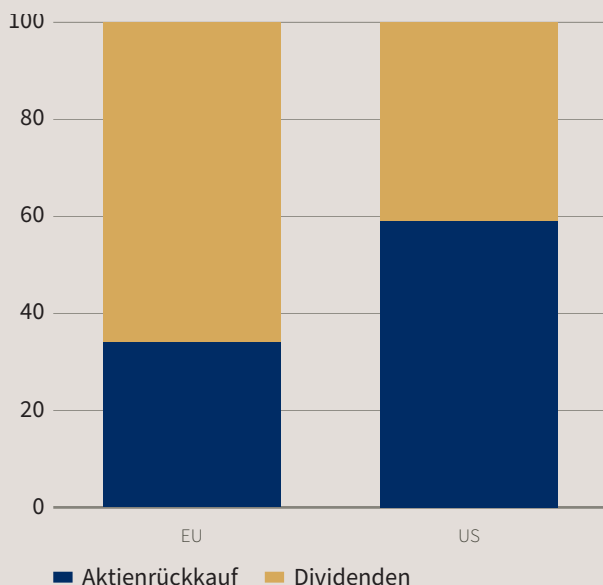
Für ein besseres Verständnis der Bedeutung von Dividendenausschüttungen analysieren wir die 3 Bestandteile der Gesamtaktienrendite:

- i) Dividendenrendite
- ii) Ertragswachstum
- iii) Bewertungsänderungen

Jeder dieser Faktoren spielt je nach dem zugrundeliegenden Anlagehorizont eine andere Rolle. Bei einer Haltedauer bis zu einem Jahr bestimmen im Durchschnitt Bewertungsänderungen den Grossteil der Gesamtrendite globaler Aktien. Wenn wir den Anlagehorizont jedoch erweitern, stellen wir eine deutliche Verschiebung der Einflussfaktoren für die erzielten Renditen fest. Bei langfristig gehaltenen globalen Aktien (wir gehen hier von 10 bis 30 Jahren aus) tragen Ertragswachstum und Dividendenrenditen zunehmend stärker zur Gesamtrendite bei (siehe Abbildung 3). Dividenden und Ertragswachstum sind dabei eng miteinander verknüpft und für Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont wichtiger.

ABBILDUNG 2: AUFTEILUNG EINER KAPITALAUSSCHÜTTUNG

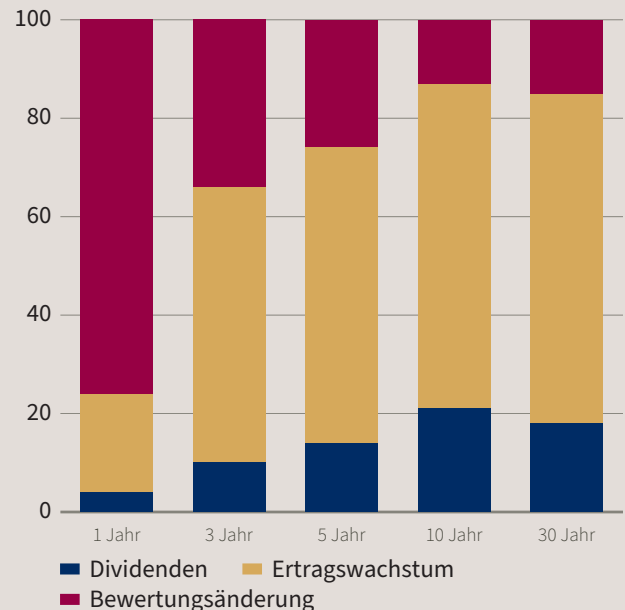
Vergleich der Aufteilung von Dividenden und Aktienrückkäufen in den USA und in der EU (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg.

ABBILDUNG 3: DIVIDENDEN SIND EIN WICHTIGER FAKTOR FÜR LANGFRISTIGE AKTIENRENDITEN

Betrachtung globaler Aktienrenditen über verschiedene Zeithorizonte (%)



Quellen: MSCI Research Aufteilung der Gesamtrendite des MSCI ACWI Index, Rothschild & Co - Analyse über den Zeitraum Dezember 1994 bis Dezember 2022

Die Kunst, nicht alle Dividenden gleich zu behandeln

Eine hohe Dividendenrendite darf nicht isoliert betrachtet werden. Unternehmen, bei denen die hohen Dividendenrenditen nicht nachhaltig sind, haben historisch gesehen nicht die besten Wertentwicklungen gezeigt.³ Der Grund? Langfristig entscheiden die Fundamentaldaten.

Die Nachhaltigkeit von Dividenden ist stark von der Rentabilität eines Unternehmens abhängig. Für eine langfristig stabile Dividendenrendite sind beständige und wachsende Erträge eine Grundvoraussetzung. Es sollte daher nicht überraschen, dass Beteiligungen an Unternehmen mit einer überdurchschnittlichen und stetig wachsenden Dividende den breiteren Markt auf risikobereinigter Basis meist übertreffen. Das lässt sich beispielsweise mithilfe der Ausschüttungsquote überprüfen, sprich dem Verhältnis der gezahlten Dividenden zum Nettogewinn. Eine hohe - nicht unbedingt die höchste - Dividendenrendite in Kombination mit einer niedrigen Ausschüttungsquote verbessert die Wahrscheinlichkeit einer nachhaltig dauerhaften Dividende (siehe Abbildung 4).

³ 'High Yield, Low Payout', Pankaj N. Patel, Souheang Yao, Heath Barefoot, Credit Suisse, 15 August 2006.

⁴ 'Best Dividend Stocks to Beat Inflation in 2023', Forbes, May 2023.

Nicht alle Dividenden sind gleich, und es müssen mehrere Aspekte berücksichtigt werden. Eine Anlagestrategie, die sich ausschliesslich auf die Auswahl der dividendenstärksten Aktien konzentriert, kann zu einer unerwünschten Konzentration des Portfolios auf eine bestimmte Region, einen bestimmten Sektor oder einen bestimmten Anlagestil führen (siehe Abbildung 5).

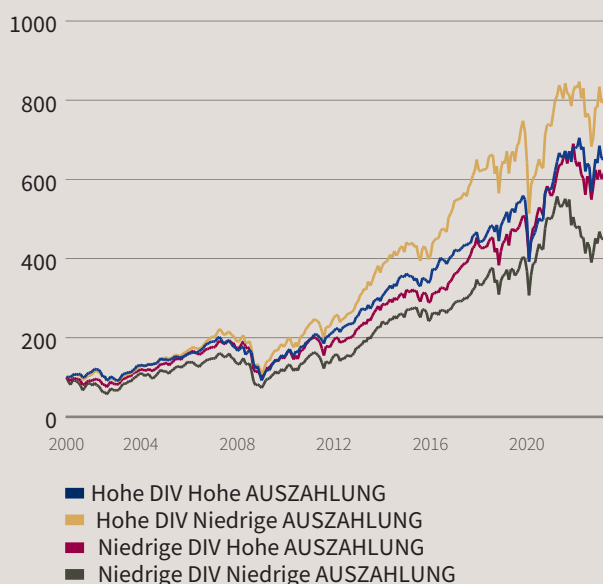
Werkzeuge zum Umgang mit den Folgen hoher Inflation

Dividententitel können zudem auf zwei Arten zur Bewältigung eines inflationären beitragen, wie wir es derzeit erleben, beitragen (siehe Abbildung 6):

- i) Dividendenaktien wirken wie «Finanzinstrumente mit kurzer Duration»: Anstatt auf das Abklingen der Inflation warten zu müssen, erhalten die Anleger Bargeld, das sie wieder anlegen und so im Laufe der Zeit vermehren können.
- ii) Unternehmen, die Dividenden zahlen, können ihre Ausschüttungsraten oft schneller erhöhen als die Inflationsrate steigt. Das bedeutet, dass die Wertentwicklung dieser Anlagen wahrscheinlich besser ist als die von festverzinslichen Wertpapieren wie Unternehmens- oder Staatsanleihen.⁴

ABBILDUNG 4: BETRACHTUNG DER KOMBINATION VON DIVIDENDENRENDITE UND AUSSCHÜTTUNGSQUOTE

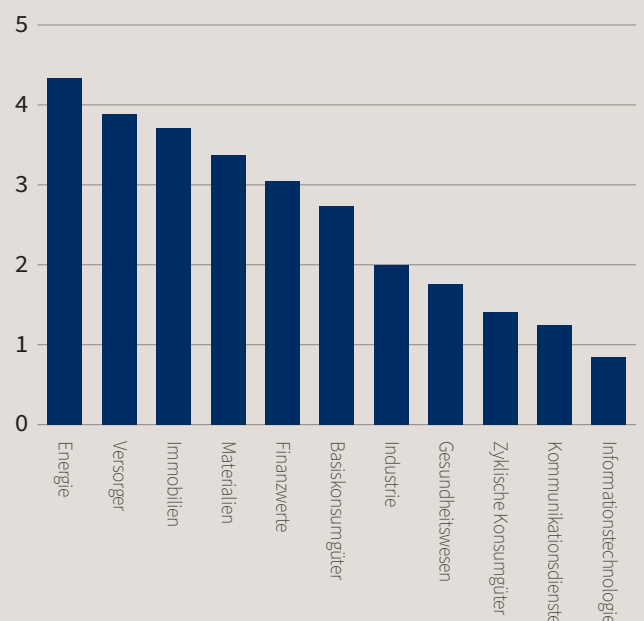
Renditen von S&P 500-Aktien, aufgeteilt in vier Kategorien nach Dividendenrendite und Ausschüttungsquote (100 = 31 December 2000)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg-Daten vom 31. Mai 2023.

ABBILDUNG 5: BEVORZUGUNG VON VALUE- GEGENÜBER GROWTH-AKTIEN

MSCI World Dividendenrendite pro Sektor (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg
Stand der Daten: 25. August 2023

Stabilität während einer Rezession

In Zeiten einer Rezession sind die Dividenden pro Aktie weniger stark zurückgegangen als die Gewinne pro Aktie. Das bedeutet, dass das Management eines Unternehmens an die Aktionäre nur im äussersten Notfall kürzt. Bei der Analyse des S&P 500 Dividend Aristocrat Index erweisen sich Dividendenwerte in Zeiten einer Rezession als widerstandsfähig. Mit einer Performance von +2,4 % zeigt der Dividendenindex sechs Monate nach Beginn einer Rezession eine stärkere Performance (siehe Abbildung 7).

⁵ Der S&P 500® Dividend Aristocrats® misst die Performance von S&P 500-Unternehmen, die in den letzten 25 aufeinanderfolgenden Jahren ihre Dividende jedes Jahr erhöht haben. Der Index behandelt jeden Indexbestandteil als eigenständige Anlagemöglichkeit die Grösse zu berücksichtigen, indem er jedes Unternehmen gleich gewichtet.

Was bedeutet das?

Dividenden sind ein wesentlicher Bestandteil eines gut verwalteten Portfolios. Darüber hinaus bieten sie Anlegern nützliche Einblicke in Unternehmen, da sie ein wichtiger Indikator für die Identifizierung starker Managementteams sind, die das Unternehmenskapital effizient einsetzen.

Aus diesem Grund sollten Anleger auf hohe - nicht unbedingt höchste - Dividendenrenditen und Unternehmen mit nachhaltigen und beständigen Dividenden achten, während sie gleichzeitig unerwünschte Konzentrationen im Portfolio vermeiden sollten.

Podcast

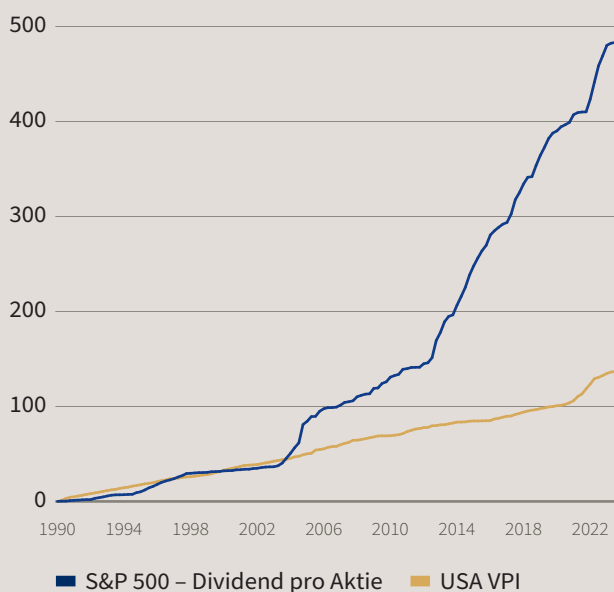


Hören Sie sich den Podcast mit Amaya Gutiérrez, Head of Investment Portfolio & Advisory und Laura Künlen, Investment Communications, über unser Advisory Angebot an.



ABBILDUNG 6: US-DIVIDENDE IM VERGLEICH ZUR INFLATION

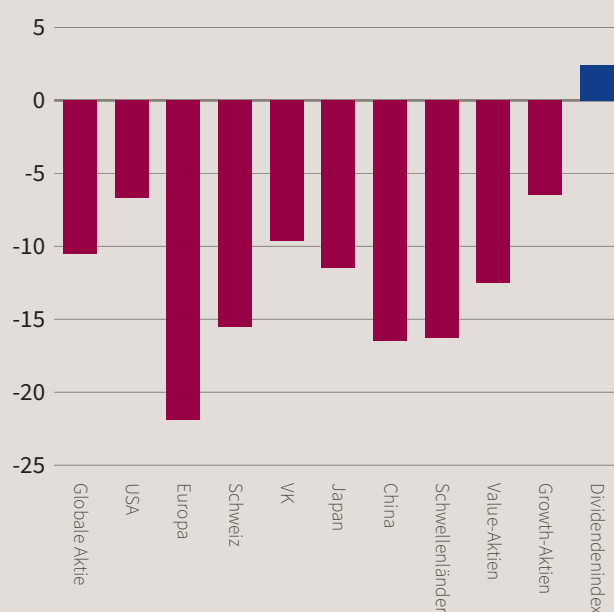
(Daten normalisiert in % Wertsteigerung)



Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co.

ABBILDUNG 7: RENDITEN NACH BEGINN EINER REZESSION

Medianrendite 6 Monate nach Beginn der Rezession (%)



Quelle: Rothschild & Co.





Auf der anderen Seite des Teichs: Aus Sicht der Analysten

David Windisch – Equity Analyst

Anfang Mai haben wir einen Research-Trip in die USA unternommen. Die Reise war zeitlich perfekt, um dem Frühsommerregen in der Schweiz zu entkommen. Gleichzeitig konnte ich die Gelegenheit nutzen, einen kurzen privaten Abstecher nach Omaha (Bundesstaat Nebraska) einzulegen.

Jetzt fragen Sie sich vielleicht: was lockt jemanden nach Omaha? Die Antwort auf diese Frage ist einfach: Jedes Jahr (mit Ausnahme der Covid-Jahre) kommen mehr als 35.000 Menschen in diese Kleinstadt (rund eine halbe Million Einwohner) im Zentrum der Vereinigten Staaten. Was sie da wollen? An der Jahreshauptversammlung von Berkshire Hathaway teilnehmen und den Erkenntnissen von Warren Buffett und Charlie Munger lauschen. Obwohl die beiden zum Zeitpunkt der Hauptversammlung stolze 92 und 99 Jahre alt waren, sind sie beide geistig noch bemerkenswert fit. Ob der Grund dafür ihr regelmässiger Verzehr von Erdnusskrokant sowie ihr enormer Coca-Cola-Konsum ist? Das wird nur die Zeit zeigen... Gestärkt durch diesen Eindruck vom «echten» Amerika und in der Gewissheit, dass noch viele Jahrzehnte interessanter Investitionsentscheidungen vor uns liegen, traf ich mich mit meinem Kollegen Beat in New York, wo

unser eigentlicher Research-Trip begann.

Im Laufe von zwei Wochen besuchten Beat und ich eine Branchenkonferenz, sprachen mit Unternehmensvertretern und Branchenexperten und tauschten uns mit anderen Investoren aus.

Im Folgenden haben wir einige der bemerkenswertesten Gespräche und Erfahrungen unserer Reise für Sie zusammengefasst.

Otis und die «Höhen und Tiefen» der Aufzugsbranche

Der Leiter des Bereichs Investor Relations von Otis sprach mit uns über die «Höhen und Tiefen» der Aufzugsbranche. Seiner Ansicht nach wird der nächste grosse Wachstumsimpuls der Branche die Modernisierung bereits vorhandener Aufzuganlagen in China sein. Bisher war das China-Engagement von Otis aufgrund der früheren Verbindung des Unternehmens



Berkshire Hathaway, Generalversammlung, Mai 2023



Von links nach rechts: B. Keiser, Head of Equities,
J. Furlong, President Belimo Americas,
D. Windisch, Equity Analyst

Belimo profitiert von Neubau- und Renovierungsprojekten, denn der Trend geht dahin, das Gebäudeklima zu optimieren und gleichzeitig den Energieverbrauch zu senken.

mit einem Mischkonzern, der Verbindungen zum Verteidigungssektor hat, begrenzt, da letzterer ein limitierender Faktor für die Geschäftsaktivitäten in China was. Was sich zunächst wie ein Nachteil anhören mag, ist tatsächlich ein Vorteil, da Otis dadurch die unberechenbaren Schwankungen des chinesischen Immobilienmarktes vermeiden konnte. Wir sind überzeugt, dass Otis das bestgeführte Unternehmen der Branche ist und enorm davon profitieren wird, dass es sich vom ehemaligen Mischkonzern gelöst hat. Wir haben bei unserem Treffen verschiedene Themen angesprochen und auch die Gelegenheit genutzt, um herauszufinden, wie man Aufzugsmarken in den USA erkennt. Das ist nicht ganz einfach, weil amerikanische Gebäudeeigentümer häufig nur die Anbringung ihrer eigenen Logos gestatten. Wie wir erfahren haben, kann man sie anscheinend anhand der Form der Tasten oder Etiketten auf der elektronischen Box identifizieren, die sich normalerweise über der Aufzugstür befindet und nur sichtbar ist, wenn sich diese öffnet. Wir wollten natürlich herausfinden, ob das stimmt, und haben für so viele Aufzugstopps wie möglich gesorgt. Das Ergebnis? Leider sind die Erkenntnisse aus unserer Untersuchung trotz aller Bemühungen etwas unvollständig. Eine Tatsache ist jedoch unumstößlich: Aufzüge sind in hohen Gebäuden extrem wichtig, und wir waren natürlich froh, als wir für unser nächstes

Der nordamerikanische Hauptsitz von Belimo in Danbury, Vereinigte Staaten



Rendezvous mit den Vertretern von Visa nicht alle Stufen bis in den 50sten Stock erklimmen mussten.

Visa - Durchziehen zum Erfolg

Unser Gespräch mit Visa hat uns in unserer Überzeugung bestärkt, dass Kreditkartenunternehmen, ihre weit verzweigten Netzwerke und Zusatzdienste einen bemerkenswerten Mehrwert bieten. Die Netzwerke wachsen durch das ständige Hinzufügen neuer Knotenpunkte weiter, was dazu führt, dass man heute mit fast jedem mobilen Gerät bezahlen oder Zahlungen entgegennehmen kann. Gleichzeitig starten Transaktionen mit mobilen Wallets gerade erst richtig durch. So kann man in der New Yorker U-Bahn die Fahrt durch ein einfaches Antippen des Smartphones bezahlen - eine Entwicklung, die die Anzahl der Wallet-Transaktionen enorm vermehrt. Und das ist nur die Spitze des Eisbergs. Es gibt eine Fülle von Dienstleistungen, die von der Betrugserkennung und -prävention bis zur Beratung im Einzelhandel reichen. Besonders interessant ist, dass kaum eine Bank ausschliesslich an einen einzigen Kreditkartenanbieter gebunden ist, so dass viele Anbieter problemlos nebeneinander bestehen und florieren können. Um unsere Erkenntnisse zu vertiefen, trafen wir uns auch mit dem Hauptkonkurrenten von Visa, Mastercard, in deren Hauptsitz in Purchase, Connecticut - was für ein passender Name...!



New York, Vereinigte Staaten

Belimo - Innovation als Mission

An unserem Abreisetag aus New York besuchten wir noch den nordamerikanischen Hauptsitz von Belimo in Danbury, wo uns James Furlong, der Leiter der nordamerikanischen Niederlassung, zusammen mit seinen per Videokonferenz zugeschalteten Schweizer Kollegen einen Überblick über den bisherigen Jahresverlauf und die Zukunftsaussichten von Belimo gab. Belimo hat es sich zum Ziel gesetzt, das Raumklima in Gewerbegebäuden für die Bewohner zu verbessern und so eine angenehmere und gesündere Umgebung zu schaffen. Das Unternehmen profitiert von Neubau- und Renovierungsprojekten, denn der Trend geht dahin, das Gebäudeklima zu optimieren und gleichzeitig den Energieverbrauch zu senken - beides ist mit den Ventilen, Antrieben und Raumsensoren von Belimo möglich. Anschliessend nahmen wir an einem ausführlichen Rundgang durch Belimo's Geschäftsräume teil und liessen uns von der sorgfältigen Automatisierung, dem gut geplanten Layout und der hochmodernen Ausstattungen

beeindrucken.

Weitere interessante Einsichten konnten wir aus unseren zahlreichen Begegnungen und Gesprächen mit Führungskräften, Investor-Relations-Teams und anderen Fachleuten aus unterschiedlichen Finanz- und Dienstleistungsunternehmen gewinnen. Zu unseren Gesprächspartnern gehörten unter anderem Moody's, S&P Global, Accenture, Gartner, Verisk und MSCI. Mit all diesen neu gewonnenen Erkenntnissen werden wir uns nun mit zwei neuen Unternehmen beschäftigen und eine umfassende Investitionsbewertung über sie erstellen.

Diese Research-Reisen sind in mehrfacher Hinsicht unschätzbar wichtig, denn sie eröffnen uns einzigartige Möglichkeiten Netzwerke aufzubauen, Kontakte zu Branchenkollegen zu knüpfen und die Kultur der Unternehmen, in die wir investieren, intensiver zu erleben.

Diese Reise war daher sicher nicht unsere letzte.

Private Debt und Private Equity für private Anleger: ein Gespräch mit unseren Schweizer Spezialisten

Clement Schappler — Private Debt Investment Director
Axel Favre — Investment Director

Eine Allokation in Private Markets ist zum festen Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios geworden und bietet attraktive Renditechancen und Diversifizierungsvorteile. Im folgenden Interview, das Sara McDonald, Private Markets Sales & Distribution, gemeinsam mit Axel Favre, Investment, und Clément Schappler, Private Debt Investment, führt, behandeln wir das aktuelle Marktumfeld, erörtern, warum wir uns auf Unternehmen mittlerer Grösse konzentrieren und geben einen Ausblick, was Anleger in den kommenden Jahren erwarten können.

Frage 1. Können Sie uns zunächst einen Einblick in das aktuelle Umfeld der Anlageklassen Private Equity und Private Debt geben, insbesondere in Bezug auf das Transaktionsvolumen, die Einstiegsmultiplikatoren und das Anlegerinteresse?

CS: Der Markt für Private Debt ist vor dem Hintergrund der hohen Inflation, steigender Zinssätze und eines verhaltenen Wirtschaftswachstums recht attraktiv. In einem solchen Umfeld interessieren sich viele Kreditnehmer für Finanzierungslösungen durch Private-Credit-Fonds. Um einige Zahlen zu nennen: Die Zinsen für mittelgrosse Unternehmen liegen in den USA jetzt bei fast 14% und damit um mehr als 750 Basispunkte höher als noch vor 18 Monaten. Darüber hinaus belief sich das verwaltete Vermögen in Private Debt (AuM) im ersten Halbjahr 2023 auf fast 100 Mrd. USD, was einem Anstieg von 21% gegenüber dem ersten Halbjahr 2022 entspricht. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend noch verstärken wird, da die Nachfrage nach Finanzierungen im zweiten Halbjahr häufig noch stärker ist.

AF: Für die Private Equity Branche (PE) stellt sich die Situation etwas anders dar: Sie hat immer noch mit dem hohen Zinsniveau zu kämpfen, das die Kosten für die Kreditaufnahme und die Bedienung variabel verzinslicher Schulden teuer macht. Das ist der Grund dafür, dass der Kapitaleinsatz um fast 50% unter dem Quartalshöchststand des 4. Quartals 2021 liegt, während die Kapitalerlöse im Vergleich zu ihrem Höchststand im 2. Quartal 2021 um zwei Drittel zurückgegangen sind. Auch die Mittelbeschaffung im PE-Bereich gestaltet sich schwierig und liegt in der ersten Hälfte dieses Jahres bis zu 25% unter dem Vergleichszeitraum des Jahres 2022, was sich insbesondere bei Venture Capital Strategien zeigt. Zahlreiche Investoren könnten deshalb ihre Beteiligungen zu den hohen Bewertungen der letzten Jahre bedauern und in diesem Jahr bei neuen Investitionen vorsichtiger sein. Möglicherweise bewegen wir uns aber auf ein normaleres Umfeld zu, in dem die Preise von Private Equity Transaktionen sinken. Diese Entwicklung könnte Fondsmanagern Gelegenheiten bieten, Unternehmen mit günstigeren Bewertungen und potenziell weniger Wettbewerb zu identifizieren.

Frage 2. Axel, angesichts des anhaltenden Trends zu strikteren Finanzierungsbedingungen und der allgemeinen Marktaussichten ist es für Anleger schwer zu verstehen, warum die Bewertungen von Private Equity Transaktionen stabil oder leicht rückläufig sind. Wie sehen Sie das?

AF: Die PE-Fonds haben ihre Portfoliobewertungen in der ersten Hälfte des Jahres 2023 langsam weiter gesenkt. Die seit dem 1. Quartal 2022 relativ bescheidenen Bewertungsabschläge stehen im Gegensatz zu den bemerkenswerten Bewertungsanstiegen, die wir in der Phase vom 2. Quartal 2020 bis Ende 2021 beobachten konnten. Trotz der rückläufigen Bewertungen der Investments um 2,6% im Jahr 2022 konnten die Buyout-Fonds in den Vereinigten Staaten in den letzten drei Jahren einen Gesamtanstieg von 81,4 % verzeichnen.

Frage 3. Und was können Anleger im kommenden Jahr realistisch erwarten?

AF: In Anbetracht des grossen Leistungsgefälles zwischen privat gehaltenen und börsennotierten Unternehmen sowie des schlechten Umfelds für einen Ausstieg bzw. Unternehmensverkauf rechnen wir in diesem Jahr bei den in den Fondsportfolios gehaltenen Unternehmensbeteiligungen mit weiteren Abschlägen. Die Erholung der Märkte in der ersten Hälfte des Jahres 2023 bedeutet jedoch, dass PE-Manager nun mit Abschlägen konservativer sein können als wir zuvor erwartet haben, da sich die vergleichbaren Bewertungen börsennotierter Titel verbessert haben. Bessere Liquiditäts- und Kreditbedingungen würden es General Partners von PE-Strukturen auch ermöglichen, Vermögenswerte zu halten und durch schwierigere Phasen zu navigieren, bis sich das Umfeld für einen Ausstieg verbessert.

Frage 4. Clément, wie schätzten Sie das Risiko von Private Debt in einem Szenario steigender Zinsen, und welche Absicherungsstrategien empfehlen Sie Anlegern?

CS: Die variablen Zinssätze¹ in den USA sind seit Anfang 2022 um mehr als 500 Basispunkte und in Europa um 400 Basispunkte gestiegen, was für Kreditgeber und Anleger von Vorteil ist. Auf der anderen Seite steigt durch diese Entwicklung der Druck auf den Cashflow der Unternehmen, der durch das inflationäre Hintergrund mit steigenden Kosten für die Unternehmen (Rohstoffe, Gehälter, Lieferanten usw.) zusätzlich verschärft wird. Eine Zunahme der

Zahlungsausfälle ist unvermeidbar. Es gibt jedoch mehrere Methoden, mit denen Private Debt Fonds ihr Verlustrisiko mindern können. Eine Strategie ist es, Unternehmen mit robusten Geschäftsmodellen auszuwählen, die in nicht-zyklischen Sektoren tätig sind. Eine andere Strategie ist die Strukturierung von Krediten mit robustem Kreditgeberschutz, einschliesslich niedrigerer Beleihungsquoten, strengerer Covenants und besseren Sicherheiten.

Frage 5. Es ist bekannt, dass der Sekundärmarkt² für Private Equity Produkte von Phasen der Illiquidität profitiert. Axel, wie schätzten Sie die Möglichkeiten ein, die die Sekundärmärkte in puncto Private Equity bieten und wie können Anleger in diese Sub-Anlageklasse investieren?

AF: Da die Exits und Ausschüttungen von Private Equity Strukturen im Jahr 2023 knapp bleiben, werden sich mehr Anleger dem Sekundärmarkt zuwenden. Die Limited Partner werden sich um Liquidität bemühen, um dem Denominator-Effekt³ entgegenzuwirken und ihre Investitionen angesichts makroökonomischer Herausforderungen und Marktunsicherheiten neu auszubalancieren. Gleichzeitig werden sich die GPs bemühen, Liquidität zu schaffen und das Eigentum an profitablen Beteiligungen zu behalten. Aus Anlegersicht bieten Investitionen in Sekundärfonds Diversifizierungsvorteile und defensive Charakteristika, die im aktuellen makroökonomischen Umfeld wertvoll sind. Manager erwerben in der Regel Beteiligungen an Primärfonds, die verschiedene Regionen, Strategien und Jahrgänge abdecken. Die Beimischung von Sekundäranlagen kann ebenfalls zur Verringerung der Volatilität in einem Portfolio beitragen.

Frage 6. Bei Rothschild & Co legen wir in allen von uns verwalteten Strategien einen besonderen Schwerpunkt auf den Mid-Cap-Sektor. Können Sie die Gründe dafür sowohl im Hinblick auf die Equity- als auch die Kreditstrategie erläutern?

CS: Die Attraktivität dieses Marktes für unsere Kreditstrategien ergibt sich aus einem für die Kreditgeber recht günstigen Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage, das angesichts des derzeitigen Zins- und Liquiditätsumfelds voraussichtlich anhalten wird. Anders ausgedrückt: Es gibt in diesem Segment, sowohl in den USA als auch in Europa, zahlreiche hochwertige Unternehmen, jedoch nur wenige Investoren, die bereit sind, sie zu finanzieren. Das verschafft den in diesem Bereich tätigen Kreditgebern eine beträchtliche

¹ Variabler Zinssatz: Ein variabler Zinssatz ist ein Zinssatz, der periodisch angepasst wird. Der Zinssatz bewegt sich nach oben, unten oder "schwankt" und entspricht den wirtschaftlichen oder finanziellen Marktbedingungen. Die am häufigsten verwendeten variablen Zinssätze sind die Secured Overnight Financing Rate (SOFR) und die Euro Interbank Offer Rate (Euribor).

Euribor: Ein Referenzzinssatz, der aus dem durchschnittlichen Zinssatz gebildet wird, zu dem die Banken der Eurozone unbesicherte kurzfristige Kredite auf dem Interbankenmarkt anbieten.

SOFR: Ein Benchmark-Zinssatz für auf Dollar lautende Derivate und Kredite, der die London Interbank Offered Rate (LIBOR) ersetzt hat.

² Sekundärmarkt: Der Sekundärmarkt ist der Ort, an dem Wertpapiere gehandelt werden, nachdem sie aus dem Primärmarkt in den Umlauf gekommen sind.

³ Denominator-Effekt: Der Denominator-Effekt tritt auf, wenn ein Teil eines Portfolios drastisch abnimmt, wodurch der Gesamtwert des Portfolios sinkt.

⁴ Mittleres Marktsegment: Nach unserer Definition gehören dazu mittelgrosse Unternehmen mit einem EBITDA zwischen 15 und 100 Mio. USD.

⁵ Jahrgang/Vintage: Das Jahr, in dem ein Fonds seine Investitionstätigkeit aufgenommen hat, bzw. genauer gesagt, das Datum, an dem ein bestimmtes Unternehmen oder Projekt finanziert wurde.

Verhandlungsmacht, die sich in für sie günstigen Bedingungen und Vereinbarungen niederschlägt.

AF: Mittelgrosse Unternehmen haben in der Regel mehr Potenzial für betriebliche Verbesserungen als ihre grösseren Konkurrenten. Sie sind flexibler und können sich agiler an ein sich veränderndes Marktumfeld anpassen, indem sie Innovationen aufgreifen und Wachstumschancen nutzen, um sich in ihren Märkten zu behaupten. Die Wertschöpfungsfaktoren sind in erster Linie Umsatzwachstum und Margenausweitung. Gleichzeitig sind diese Unternehmen weniger auf den Einsatz von Fremdkapital angewiesen, da Transaktionen mittelgrosser Unternehmen im Vergleich zu Akquisitionen grösserer Unternehmen

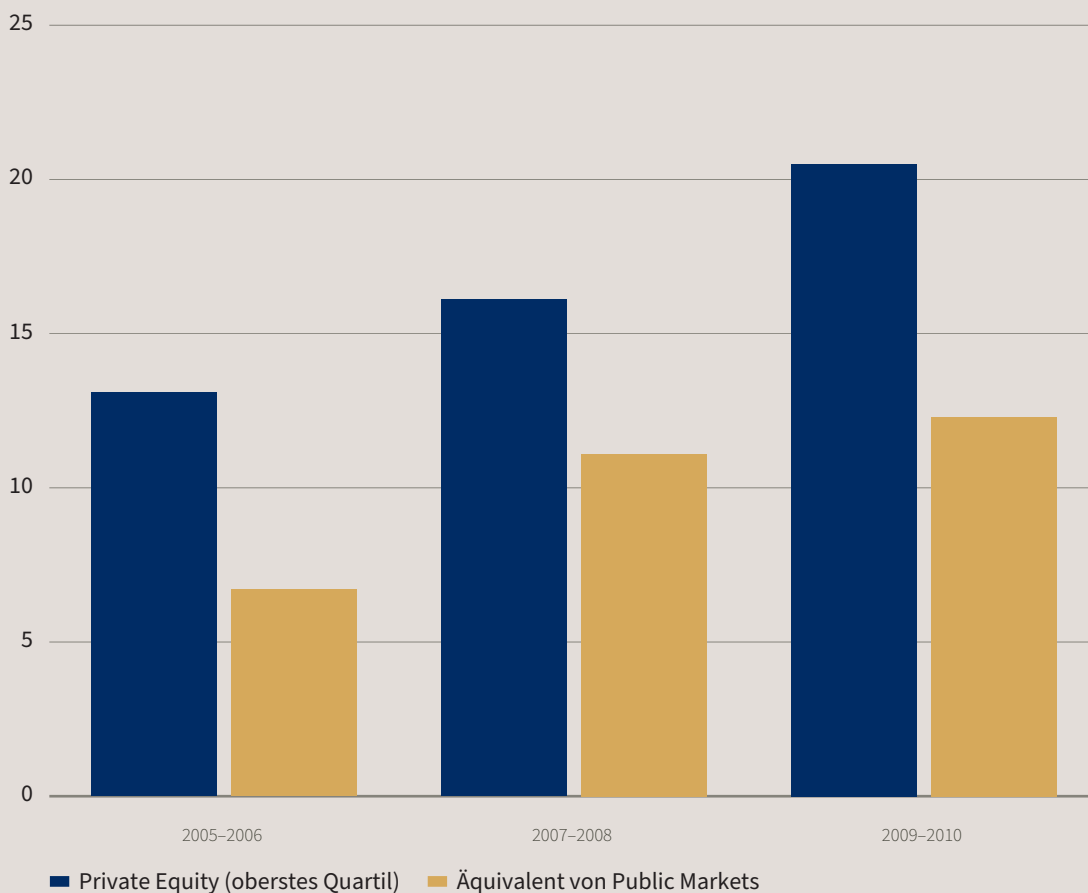
durchweg weniger Fremdkapital erfordern. Die Verfügbarkeit von Übernahmen zu niedrigeren Bewertungen trägt weiter zur Attraktivität von Private Equity Fonds im mittleren Marktsegment⁴ bei. Folglich bieten sich hier interessante Gelegenheiten zur Erzielung höherer Renditen als Investitionen in Large-Cap-Unternehmen.

Frage 7. Was sind die Aussichten für Investitionen in Private Markets in den nächsten beiden Jahren⁵, insbesondere in Bezug auf Diversifizierung und Performance?

CS: Die Erwartungen an Private Debt Fonds, die in den Jahren 2023 und 2024 aufgelegt werden, sind hoch. Experten gehen davon aus, dass sie aufgrund

ABBILDUNG 1: RENDITEN VON PRIVATE EQUITY FONDS IN UNTERSCHIEDLICHEN MARKTUMFELDERN

(%)



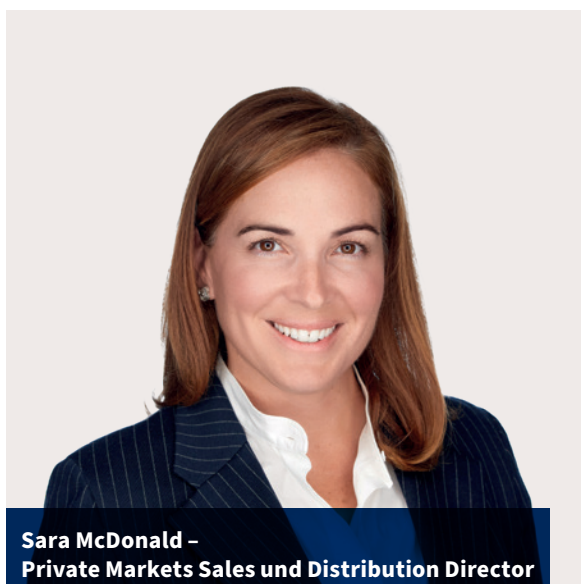
Quellen: GCM Grosvenor "creating a private equity program for any market cycle", Burgiss, MSCI World, Stand: 30. Juni 2019.

des hohen Zinsniveaus und der aussergewöhnlich günstigen Wettbewerbsbedingungen auf dem Markt die attraktivsten Jahrgänge seit langem sein werden.

AF: Angesichts der schwierigen Lage an den Aktienmärkten seit Anfang 2022 sind viele Anleger auf der Suche nach einer Diversifizierung oder Erweiterung ihrer Portfolios in Private Markets. Neben einem höheren Renditepotenzial kann ihnen eine solche Allokation den Vorteil bieten, dass ihnen hier ein breiteres und vielfältigeres Investmentuniversum zur Verfügung steht. Historische Daten zeigen, dass die Outperformance von Private Equity während und unmittelbar nach Krisenzeiten steigt (Abbildung 1). Das ist angesichts des langfristigen Charakters der Anlageklasse - Kauf von Vermögenswerten am unteren Ende des Zyklus, um sie am oberen Ende des Zyklus zu verkaufen - ein logisches Ergebnis. Das

Private-Equity-Segment hat durchweg solide Renditen erbracht, insbesondere in einem Umfeld begrenzter Wachstumsaussichten.

Historische Daten zeigen, dass die Outperformance von Private Equity während und unmittelbar nach Krisenzeiten steigt (Abbildung 1 Seite 46).





Insights

Investment Insights bietet interessante Einblicke mit aktuellen Publikationen, und Podcasts.

Weitere Informationen finden Sie auf unserer Website unter www.rothschildandco.com/insights



Dieses Dokument wird von der Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich (die "Bank") lediglich zu Informations- und Marketingzwecken und nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers herausgegeben. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung der Bank darf es weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. 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 dar. Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert die Bank 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. 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. Weder der Versand noch die Mitnahme dieses Dokuments oder irgendeiner Kopie in die Vereinigten Staaten oder eine Weitergabe in den Vereinigten Staaten oder an eine US-Person sind zulässig. Rothschild & Co Bank AG hat ihren Sitz der Gesellschaft an der Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, Schweiz und ist zugelassen und beaufsichtigt von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

