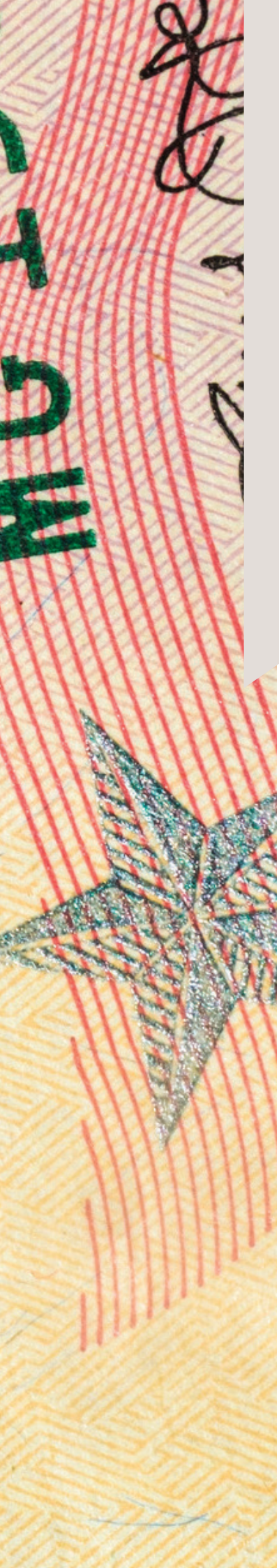
Rothschild & Co
Wealth Management

MARKTAUSBLICK I NOVEMBER 2024

Kann Wachstum enttäuschen?



Vorwort

INHALT

04 Das Leben nach den Schulden...

07 Leben mit höheren Zinssätzen

11 Wachstum und Protektionismus

Man muss kein Fan von Donald Trump sein, um sich zu fragen, ob hier in Europa viele Kommentare zum Ausgang der Wahl den Bezug zur Realität verloren haben. Das Ergebnis war keine so grosse Überraschung. Im Kontext der engen, unpersönlichen Welt der Märkte ist eine positive Reaktion der Börse selbst bei steigenden Zöllen nicht irrational, wenn die Steuern und die Vorschriften für US-Unternehmen deutlich weniger werden.

Während wir diese Zeilen schreiben, herrscht immer noch grosse Unsicherheit in Bezug auf die personelle Besetzung und die Politik der neuen Regierung. Wir werden die neue politische Agenda zweifelsohne noch einmal in ihren Einzelheiten besprechen, wenn die Amtseinführung näher rückt, aber in der Zwischenzeit möchten wir die folgenden, sehr subjektiven Grundgedanken teilen:

- **Trennen Sie das Persönliche vom Portfolio.** Donald Trump ist ein höchst eigenwilliger Charakter. Als Anleger sollten wir jedoch nicht zulassen, dass unsere persönlichen Gefühle unser finanzielles Urteilsvermögen beeinflussen. Denken Sie daran, dass sich die globalen Anlagemärkte auf einige wenige Schlüsselvariablen konzentrieren - Rentabilität, Diskontsätze, Risikobereitschaft - und wenn diese nicht wesentlich beeinflusst werden, können selbst die wichtigsten politischen Ereignisse sie scheinbar unberührt lassen.
- Nehmen Sie **Trump ernst, nicht wörtlich**. Diese Empfehlung basiert auf den Erkenntnissen eines US-Journalisten aus dem Jahr 2016, die wir für wertvoll halten: Die Wortwahl Trumps ist nicht wichtig, aber das, was er vertritt, hat Substanz. Er scheint oft nicht viel über das nachzudenken, was er sagt, und sucht nicht die Debatte, sondern die Aufmerksamkeit und die Reaktion; währenddessen scheint seine eigene Aufmerksamkeitsspanne kurz und sein Verständnis für viele Fakten schwach zu sein. Er ist jedoch der einzige hochrangige westliche Politiker, der bereit ist, China aufgrund seiner unfairen Handelsaktivitäten zur Rede zu stellen; Europa hat sich (wohl schon seit mehr als einem Jahrhundert) auf dem US-Verteidigungshaushalt ausgeruht; die Liberalen haben keine Antwort auf die Herausforderung der wirtschaftlich motivierten Massenmigration; und die westlichen Institutionen sind in der Tat zu selbstsicher und selbstgefällig.
- **Es sind auch positive Ergebnisse möglich.** Es ist leicht vorstellbar, dass ein Armageddon bevorsteht, und das liegt natürlich auch im Rahmen des Möglichen. Aber es ist auch denkbar, dass sich (zum Beispiel) Trumps angedrohte Zölle als wirksames Verhandlungsinstrument erweisen und jeder praktische Schaden, den sie dem kurzfristigen Wachstum zufügen, durch Steuer- und Regulierungssenkungen mehr als ausgeglichen wird; dass seine schiere Unberechenbarkeit Verhandlungen und Konfliktlösungen katalysiert; und dass vieles von dem, was er angekündigt hat, nicht umgesetzt wird. Es ist auch wahrscheinlich, dass einige seiner provokanteren Kandidaten es nicht bis zur Amtseinführung, geschweige denn ins Amt schaffen.

In der nachstehenden Abbildung werden einige von Trumps Massnahmen in drei Kategorien eingeteilt: solche, die die Wirtschaft fördern, solche, die sie einschränken, und andere, die aufmerksam beobachtet werden sollten.

Bildquellen: US 50 dollar © Getty Images.

© 2024 Rothschild & Co Wealth Management

Datum der Veröffentlichung: November 2024.
Daten: alle Angaben per 14. November 2024, Text per 18. November 2024.

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

Mit Blick auf das Jahr 2025 könnte sich das globale Wirtschaftsrisiko jedoch wieder in Richtung Inflation verschieben. Wenn die neue Regierung ihr Amt antritt, ist ein noch grösseres strukturelles Defizit in den USA zu erwarten. Das chinesische Konjunkturprogramm mag lokale Investoren enttäuscht haben, ist aber dennoch von grosser Bedeutung - und vielleicht unvollendet. Der erste Haushalt der neuen britischen Regierung war trotz des Geredes über imaginäre «schwarze Löcher» in den Staatsfinanzen eindeutig prozyklisch, während die deutsche Regierungskoalition gestürzt ist, weil ihr Haushaltsentwurf das nicht war.

Von den grösseren Volkswirtschaften scheint nur Frankreich auf dem besten Weg zu sein, die Finanzpolitik des Landes spürbar zu straffen. Gleichzeitig mit diesen fiskalischen Impulsen sinken die Zinsen, die Arbeitslosigkeit ist nach wie vor niedrig, die Konjunkturumfragen stabilisieren sich und die Liquidität des privaten Sektors ist intakt. Seit mehr als zwei Jahren sahen die Ökonomen einen erheblichen Rückschlag auf uns zukommen, der jedoch ausblieb. Sind sie jetzt dabei, einen wesentlichen Aufschwung zu verpassen?

Viele stellen eine «langfristige Stagnation» fest. Wir bleiben skeptisch und weisen in den folgenden Abhandlungen darauf hin, dass drei wahrgenommene strukturelle Wachstumshemmnisse - Verschuldung, Realzinsen und Protektionismus - weniger gravierend sein könnten als befürchtet.

Ein stärkeres Wachstum würde von den Aktienmärkten zunächst begrüsst werden, und aus unserer Top-Down-Perspektive geben wir Aktien auch weiterhin den Vorzug gegenüber Anleihen und bevorzugen die USA im Vergleich zu den meisten anderen geografischen Märkten. Nach dem jüngsten Höhenflug der US-Börsen spielt das Vertrauen allerdings eine wichtige Rolle: Die Bewertungen sind dort wieder auf dem Niveau von 2021, wobei aber diesmal die Zinsen höher sind. Zurzeit sinken die Zinssätze, doch im Falle einer drohenden Reflation sollte das möglicherweise nicht mehr allzu lange so weitergehen. Die Zentralbanken haben selbstverständlich aus ihren Fehlern gelernt, und sind genauso selbstverständlich in der Lage, sie genauso zu wiederholen.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

MASSNAHMEN, DIE IM GESPRÄCH SIND

Wirtschaftsfördernde Massnahmen

Steuern

Senkung des Körperschaftssteuersatzes von 21 % auf 15 %.

Verlängerung der Bestimmungen zur individuellen Einkommensteuer im Tax and Jobs Cuts Act 2017, die 2025 auslaufen.

Wiedereinführung des unbegrenzten Abzugs für staatliche und lokale Steuern (SALT).

Deregulierung

Erneute Bestrebungen zur Lockerung der Regulierung in mehreren Sektoren, u.a. Energie, Finanzen und Bauwesen; weniger konstruktiv: Aufhebung des Inflationsbekämpfungsgesetzes.

Wirtschaftlich restriktive Massnahmen

Einwanderung

Abschiebung eines Grossteils der 11 Millionen illegalen Einwanderer in den USA, wodurch sich die Zahl der Arbeitskräfte durch eine beschleunigte Abschiebung um bis zu 4 % verringern könnte; ausserdem Beendigung des «Catch & Release»-Verfahrens.

Protektionismus

«America First»: Einführung von Zöllen in Höhe von 10-20 % auf alle Importe im Wert von 3 Mrd. Dollar (statt der heutigen effektiven 2 %); 60 % Zoll auf chinesische Waren (statt wie bisher 19 %).

Verbot von chinesischem und ausländischem Eigentum an allen kritischen US-Infrastrukturen.

Neuverhandlung des Abkommens Vereinigte Staaten-Mexiko-Kanada

Gesundheitswesen
Mehr Wettbewerb für ACA-Marktplätze; Kürzungen (und/oder Konsolidierung) von Bundesbehörden (z.B. CDD); erneute Verpflichtung zur Senkung der Arzneimittelpreise; RFK Jnr. will Amerika wieder gesund machen.'

Klima
«Energiedominanz» - Aufhebung eines Grossteils von Bidens Klimavermächtnis (z. B. Rücknahme nicht verwendeter IRA-Mittel) bei gleichzeitigem Schwerpunkt auf fossile Brennstoffe; stärkere Konzentration auf kritische Mineralien.

Verteidigung
«Beilegung» des Krieges in der Ukraine; Modernisierung und Wiederbelebung der industriellen Basis; Neugestaltung der NATO, falls die Verbündeten nicht in der Lage sind, sich zu höheren Ausgaben zu verpflichten.

Bitcoin
Aufbau einer strategischen Reserve; will die USA zum «Krypto-Zentrum des Planeten» machen.

Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, FT, BBC

Das Leben nach den Schulden...

Sechzehn Jahre nach der globalen Finanzkrise ist der Schuldenberg höher denn je. Das ist keine Überraschung. Und es ist vielleicht kein wirklich grosses Problem.

Die Welt kann nicht zahlungsunfähig werden. Für jeden Kreditnehmer gibt es einen Kreditgeber: Die Gesamtheit der finanziellen Verbindlichkeiten entspricht der Gesamtheit der finanziellen Vermögenswerte. Das ist offensichtlich, aber wenn sich jemand Sorgen darüber macht, dass der Durchschnittsmensch (sagen wir) 30.000 US-Dollar Schulden hat oder dass wir uns von künftigen Generationen etwas leihen, geht er wohl am Kern der Sache vorbei.

Die praktische Bedeutung der Verschuldung ist vielschichtiger als das Weltuntergangs-Narrativ (das hat sogar der IWF kürzlich erkannt). Wenn die weltweite Kreditaufnahme durch neu in die Banken aufgenommene Bevölkerungsgruppen vorangetrieben wird, die in Unternehmen investieren und Hypotheken auf neue Häuser aufnehmen, spiegelt dieses Verhalten einfach den Wohlstand wider. Eine wohlhabendere Welt wird wahrscheinlich eine längere Bilanz haben. Es gibt keine «richtige» Höhe der Schulden.

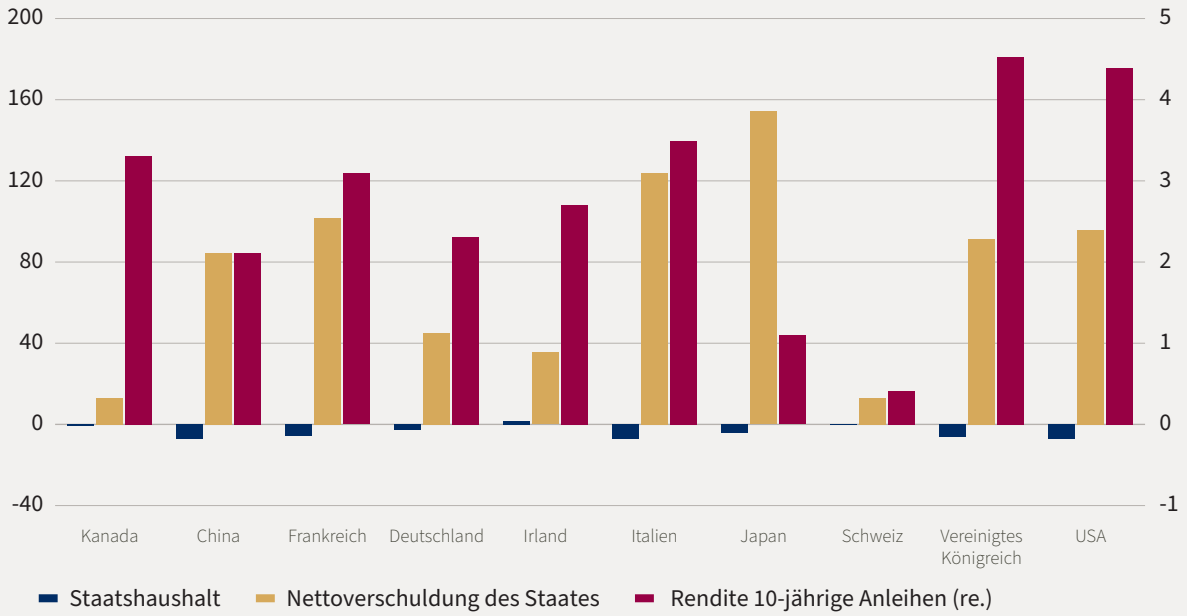
Schulden tragen weder zur potenziellen Gesamtnachfrage bei, noch verringern sie sie. Die Schaffung von Krediten erleichtert das kurzfristige Wachstum, weil die Kreditnehmer jetzt Geld ausgeben wollen, die Kreditgeber nicht. Ähnlich schrumpft die Wirtschaft, wenn es durch gekündigte Kredite zu Kreditklemmen kommt. Die Aufnahme von Schulden führt zu einer Umverteilung der Kaufkraft, aber nicht zu ihrer Vermehrung oder Verringerung.

Schulden sind kein notwendiger Input, kein primärer «Produktionsfaktor». Solche Dinge sind real - natürliche Ressourcen, Arbeit, Wissen, Institutionen - und nicht finanzieller Natur.

Eine weitere Nuance ergibt sich aus der Tatsache, dass Schulden und Geld sozusagen zwei Seiten derselben Medaille sein können, da das Bankensystem durch die Kreditvergabe effektiv Einlagen schafft. Wenn Kredite versiegen, wird Liquidität gehortet, das Betriebskapital wird knapp und die Tätigkeit der Unternehmen wird unterbrochen - wie 2008/9. Neues Geld kann immer geschaffen werden.

ABBILDUNG 1: DERZEITIGE SCHULDENQUOTEN UND KREDITKOSTEN

im Verhältnis zum BIP (%, li.); Zinssatz (%, re.)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, IMF
Hinweis: Bei den Daten für China handelt es sich um den Bruttostand der Staatsschulden.

Die Schuldendebatte konzentriert sich manchmal auf einen bestimmten Sektor - in letzter Zeit auf den öffentlichen Sektor, dessen Verbindlichkeiten seit der globalen Finanzkrise am stärksten angestiegen sind, da Regierungen und Zentralbanken die Volkswirtschaften gestärkt und (in letzter Zeit) Verbraucher und Unternehmen im Verlauf der Pandemie unterstützt haben.

Das Interesse daran wurde durch das 2009 veröffentlichte, sehr einflussreiche Buch «Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen» der US-amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler Reinhart und Rogoff geweckt, in dem die historische Allgegenwart von Finanzkrisen und (öffentlichen) Zahlungsausfällen untersucht wurde. Leider war ihre spätere, eher präskriptive Analyse, in der sie behaupteten, Schwellenwerte für die Verschuldungsquote zu ermitteln, ab denen das Wachstum beeinträchtigt wird, mit Fehlern bei der Berechnung sowie Auslegung und auch bei den Ereignissen behaftet.

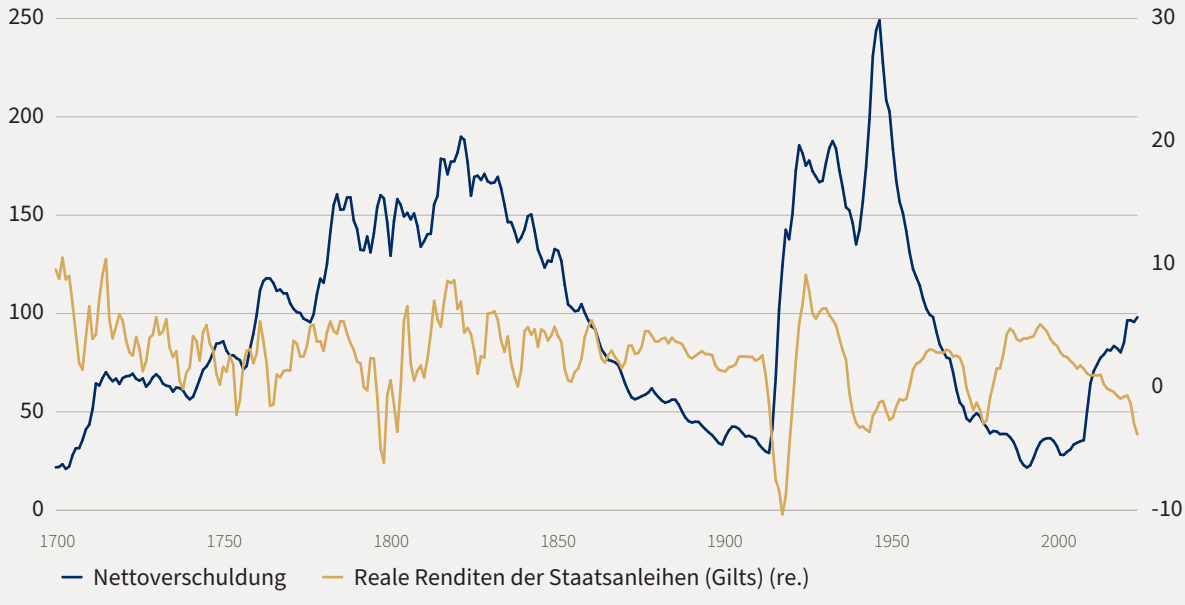
Die Verschuldungsquoten der Staatshaushalte variieren je nach Land und Zeitpunkt enorm, wirken sich jedoch nicht immer signifikant negativ auf den Wohlstand aus und führen nicht immer zu höheren Kreditkosten, zumindest nicht in den Ländern, die für Investoren am interessantesten sind (Abbildung 1). Deutschland und die Schweiz sind wohlhabende Länder mit geringer Verschuldung und niedrigen Kreditkosten, die Verschuldungsquoten in anderen wohlhabenden Ländern variieren jedoch sehr stark und weisen kaum eine offensichtliche Korrelation mit ihren Kreditkosten auf.

Die Staatsverschuldung in den USA ist ein besonders aktuelles Thema, und die Pläne des neuen Präsidenten scheinen das Defizit weiter in die Höhe zu treiben (die Einnahmen aus den Zöllen werden nicht viele Steuersenkungen decken).

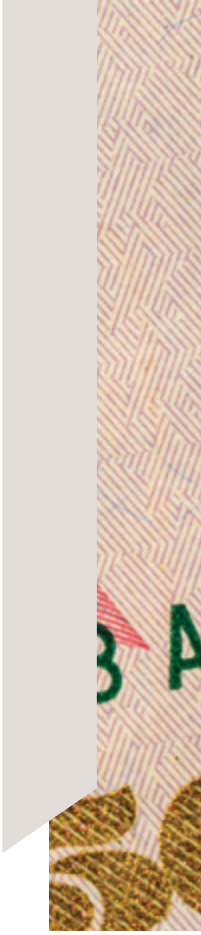
Hier ist die Sache jedoch ein wenig vielschichtiger. US-Staatsanleihen und der US-Dollar werden von den Anlegern auf der ganzen Welt als «sichere Häfen» angesehen. Dieser Status hat alle möglichen Ungereimtheiten wie Schuldenobergrenzen, Staatsstillstände und Herabstufungen der Bonität überstanden. Wenn es darauf ankommt – und danach sieht es manchmal aus – könnten die USA ihre Staatseinnahmen um fünf Prozentpunkte des BIP erhöhen und trotzdem noch eine Volkswirtschaft mit niedrigen Steuersätzen bleiben. In der Praxis wirkt sich das so aus, dass sich die Kreditaufnahme der US-Regierung bei den Renditen durchaus bemerkbar macht, allerdings weder systematisch noch (bisher) drastisch.

ABBILDUNG 2: VEREINIGTES KÖNIGREICH - SCHULDEN UND RENDITEN DER STAATSANLEIHEN (GILTS)

In Relation zum BIP (%, li.); Reale Rendite (gleitender 7-Jahres-Durchschnitt, %, re.)



Quellen: Rothschild & Co, Datastream, Bank of England



Die Staatsverschuldung ist auch hier in Europa gerade ein hochaktuelles und emotionales Thema. Eine kleine Facette davon hat gerade die Koalitionsregierung in Deutschland zu Fall gebracht und der neuen Regierung des Vereinigten Königreichs allerlei Erklärungsnöte beschert. Aber auch hier gilt, dass die Renditen zwar häufig auf Nachrichten über die Kreditaufnahme reagieren - am deutlichsten im Vereinigten Königreich nach dem Truss-Haushalt im September 2022 -, die Bewegungen aber im Allgemeinen im Vergleich zu denen, die der Konjunkturzyklus routinemässig hervorruft, gering sind (so stiegen die Renditen der 10-jährigen deutschen und britischen Staatsanleihen (Gilts) von ihren Tiefständen im Jahr 2020 um 3,25 bzw. 4,5 Prozentpunkte).

Für das Vereinigte Königreich liegen zahlreiche historische Daten vor, aus denen mit blossem Auge kein langfristiger Zusammenhang zwischen Staatsverschuldung und Kreditkosten abzulesen ist (Abbildung 2). Das könnte ein Hinweis auf eine Verzerrung durch ausgelassene Variablen sein, allerdings berücksichtigen Schwarzmaler in Sachen Staatsverschuldung solche Feinheiten nicht.

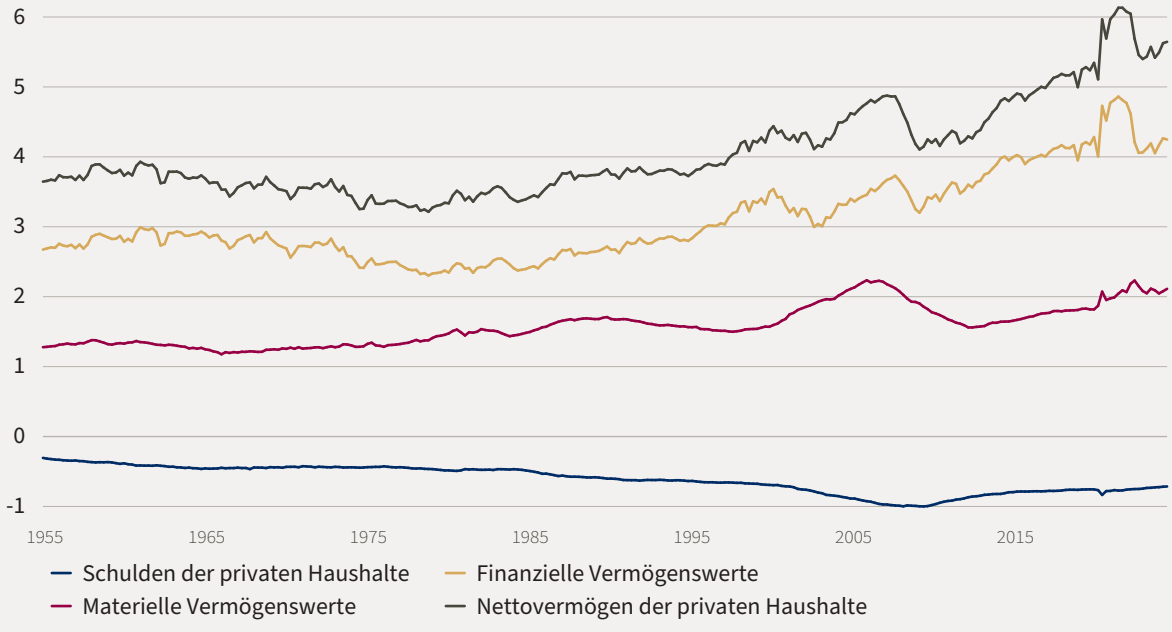
Wenn man sich nur auf einen Sektor konzentrieren will, sollte es wohl der Haushaltssektor sein (Abbildung 3). Die Verbraucher sind die eigentlichen Eigentümer der Wirtschaft (auch wenn sie es nicht wissen). In den USA ist ihr (wiederum unterschiedlich ermitteltes) Nettovermögen mit dem nahezu Sechsfachen des BIP deutlich positiv und übersteigt die internationale Kreditaufnahme der Regierung (weniger als ein Drittel des BIP) bei Weitem.

Das sind nicht nur akademische Erwägungen. Die Menschen sind der festen Überzeugung, dass es einfach «zu viele» Schulden gibt und dass das Wachstum deshalb gestoppt werden muss. Wenn Sie 2008/9 dachten, die Welt sei irgendwie zahlungsunfähig, hätten Sie sich seitdem zu keinem Zeitpunkt wirklich wohler gefühlt - im Gegenteil, Sie würden sich jetzt sogar noch grössere Sorgen machen.

Aber wenn Sie 2008/9 nicht eine grundlegend ineffiziente Weltwirtschaft gesehen hätten, sondern eine, die von periodischen monetären Übertreibungen (die natürlich immer noch nicht zu rechtfertigen sind) und anschliessenden Sühnen geprägt war, wären Sie anschliessend zuversichtlicher gewesen, an einem Investitionszyklus teilzunehmen, der sich später als profitabel herausstellte (oder, wenn Sie Mitglied einer Regierung gewesen wären, Kredite für sozial nützliche Projekte aufzunehmen). Leichtsinniges Schuldenmachen ist schlecht, das Gleiche gilt aber auch für eine Fixierung auf das Thema Schulden.

ABBILDUNG 3: NETTOVERMÖGEN DER PRIVATEN US-HAUSHALTE

In Relation zum US-BIP (%)



Quellen: Rothschild & Co, Datastream, Federal Reserve

Leben mit höheren Zinssätzen

Nach einer der drastischsten Straffungsphasen aller Zeiten erleben wir nun einen der ausgeprägtesten Lockerungszyklen. Die führenden westlichen Zentralbanken – bestärkt durch ihren scheinbaren Erfolg bei der Bekämpfung der Inflation – lassen ihre Zinssätze sinken, wenn auch in unterschiedlichem Tempo und mit unterschiedlich starker Überzeugung (Abbildung 4).

Aber es könnte für sie – und die Investoren – noch etwas zu früh sein, um ganz zu entspannen: Der Inflationsrückgang scheint ins Stocken zu geraten, während an den Anleihemärkten in letzter Zeit ein steigendes Inflationsrisiko zu verzeichnen ist. Angesichts der Aussicht auf eine Lockerung der Finanzpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks und des bevorstehenden Anstiegs der US-Zölle ist das kurzfristige Inflationsrisiko noch nicht aus der Welt. Möglicherweise steht ein umfassenderes Umdenken in Bezug auf die Zinssätze bevor: Es könnten höhere reale Zinssätze erforderlich sein, um die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu schützen.

Und sollte das der Fall sein - könnte dann das Zinsniveau ein weiteres Wachstumshemmnis sein?

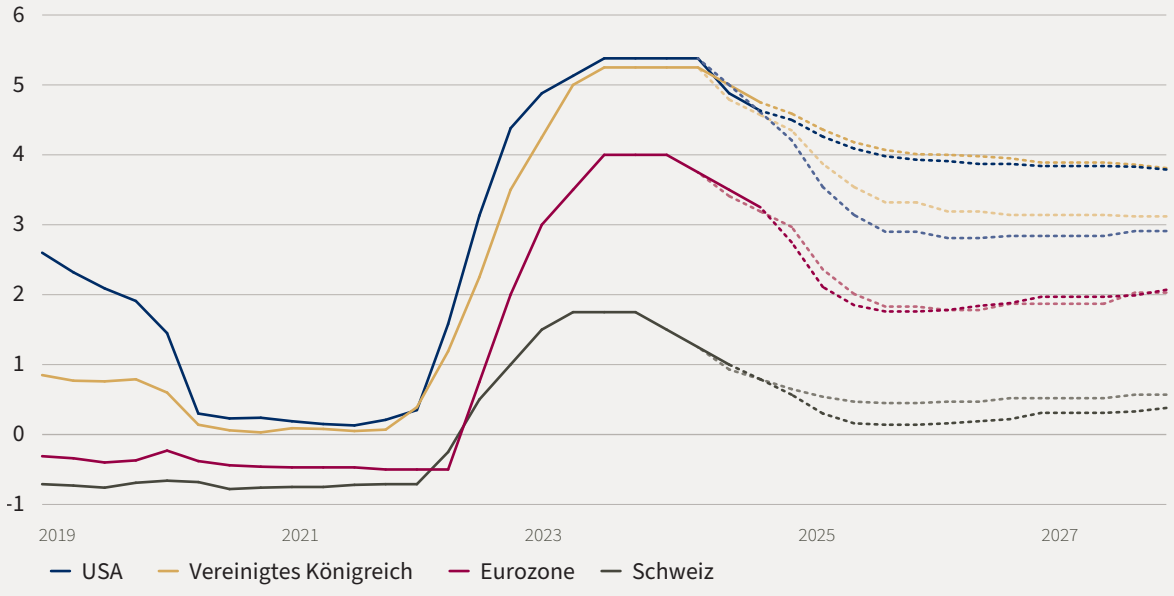
SCHLECHTER ZINSZYKLUS; GUTER KONJUNKTURZYKLUS

Wir haben einen in vieler Hinsicht ungewöhnlichen Straffungszyklus erlebt - nicht nur im Hinblick auf die zugrundeliegende Inflationsdynamik, sondern auch auf die Form und Geschwindigkeit der politischen Reaktion. Die durchschnittliche Zentralbank der Industrieländer hat die Zinssätze in den letzten Jahren um fast 4,5 Prozentpunkte angehoben, wobei das absolute Zinsniveau einen Höchststand von etwas über 5 % (auf BIP-gewichteter Basis) erreichte.

Bemerkenswerterweise scheint die restriktivere Politik der Wirtschaft keinen grossen Schaden zuzufügen - es gab nur wenige (wenn überhaupt) Risse in der Wirtschaft, die eine Umkehr des Wachstumstrends signalisierten. Im Banken- und Immobiliensektor gab es einige Störungen, und nicht selten wird auf die sagenumwobene «lange und variable Verzögerungen» zwischen höheren Zinssätzen und der Realwirtschaft

ABBILDUNG 4: TATSÄCHLICHE (FETT GEDRUCKTE) UND VOM MARKT GESCHÄTZTE (GESTRICHELTE) LEITZINSEN

Jüngste Schätzungen im Vergleich zu vor zwei Monaten (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg
Anmerkung: Die dunkleren (helleren) gepunkteten Linien stellen die letzten (vor zwei Monaten) Marktpreise dar.

verwiesen. Doch zweieinhalb Jahre nach Beginn dieses Zyklus - und angesichts der nun wieder sinkenden Zinssätze - sind die Arbeitsmärkte nach wie vor angespannt, die Verbraucher geben weiterhin Geld aus, und die Zahlungsausfälle bei den Unternehmen sind allmählich zurückgegangen (nachdem sie einen recht niedrigen Höchststand erreicht hatten).

Dies könnte auf Hypotheken mit festem Zinssatz oder auf das verlängerte Fälligkeitsprofil von Unternehmensschulden zurückzuführen sein - oder einfach auf die Tatsache, dass die Geldpolitik von Anfang an bemerkenswert locker war: Die höheren Zinssätze der letzten Zeit waren praktisch auf den Niveaus, die wir früher als „normal" angesehen haben.

Es ist keine grosse Überraschung, dass die Volkswirtschaften nicht den Rückwärtsgang einlegen mussten, um die Inflation zu senken. Wenn die Inflation zum Teil durch eine Angebotsverknappung - und nicht nur durch zu hohe Ausgaben - verursacht wird, kann sie abklingen, ohne das Wachstum zu beeinträchtigen. Die Volkswirtschaften müssen nicht schrumpfen, um neue Kapazitätsreserven zu schaffen - sie müssen nur langsamer wachsen als ihr Produktionspotenzial, und wenn die Angebotsbeschränkungen nachlassen, werden Kapazitäten frei.

Natürlich muss auch die Nachfrage unter Kontrolle sein, während der jüngste Inflationszyklus sowohl durch ein unzureichendes Angebot als auch durch eine übermässige Nachfrage verursacht wurde. Wenn die Zinssätze jetzt zu schnell sinken, können die Kapazitätsreserven (die so genannte «Produktionslücke») schliesslich aufgebraucht werden, und der Inflationsdruck wird wieder zunehmen.

EIN BLICK AUF R*

Wir haben oben gesehen, dass es kein «richtiges» Schuldenniveau gibt. Gilt das auch für die Zinsen? Oder gibt es nach einer so langen Periode ungewöhnlich niedriger - und jetzt kurzzeitig höherer - Zinssätze einen goldenen Mittelweg, auf dem sie sich schliesslich einpendeln könnten?

Wie bereits erwähnt, sind die heutigen Zinssätze im längerfristigen Vergleich ausgesprochen unspektakulär. Und während wir uns über die Höhe der Verschuldung nicht äussern, sprechen wir oft von einem «fairen Wert» der Zinssätze: 4-5 % für die USA und das Vereinigte Königreich und 3-4 % für die Eurozone, was in etwa dem entspricht, wo die Zinssätze in letzter Zeit angekommen sind.

Diese Vorstellungen von einem fairen Wert sind nicht völlig aus der Luft gegriffen und könnten theoretisch mit dem Begriffsumfeld der Schulden zumindest verknüpft sein. Auch wenn es für Letzteres wahrscheinlich kein richtiges Niveau gibt, kann man doch feststellen, wann das Schuldenwachstum problematisch wird, indem man es der nominalen Wachstumsrate der Wirtschaft gegenüberstellt. Wie wir oben gezeigt haben, schwanken die Schuldenquoten im Verhältnis zum BIP im Laufe der Zeit und in den einzelnen Ländern sehr stark, allerdings könnte die Stabilität solcher Quoten - mit einem Schuldenwachstum im Einklang mit dem nominalen BIP - selbst den pessimistischsten Ökonomen beruhigen. Und wenn die Zinssätze mit dieser Wachstumsrate übereinstimmen, werden sie zumindest ihren Beitrag zu einer stabileren Welt leisten.

Daher wird in der Literatur häufig die Trendwachstumsrate des nominalen BIP (die Summe aus Inflation und Produktionswachstum) als neutrales oder «faires» Zinsniveau bezeichnet. Ein solcher Zinssatz trägt dazu bei, dass die Bilanzen in einem angemessenen Verhältnis zur Wirtschaft stehen.

Diese Faustregel hat in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg so gut funktioniert wie keine andere. Sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich, den beiden grössten Volkswirtschaften, für die eine lange Reihe konsistenter Daten verfügbar ist, lagen die langfristigen Zinssätze im Zeitraum 1955-2005 innerhalb von einem Prozentpunkt des durchschnittlichen Wachstums des nominalen BIP. Ob es sich dabei um einen Zufall und nicht um eine Kausalität handelt, ist fraglich: Wie bereits erwähnt, besteht im Zeitverlauf und zwischen den einzelnen Ländern nur eine geringe kurzfristige Korrelation zwischen Schuldenstand und Anleiherenditen. Dennoch ist es ein durchaus plausibler Gedanke. Aus dieser Sicht wurde die normale Funktionalität durch die Weltwirtschaftskrise und die Pandemie gestört, kommt aber vielleicht gerade wieder in Gang.

Im längerfristigen Vergleich sind die heutigen Zinssätze unauffällig.

Natürlich sind die Trends beim nominalen BIP keineswegs in Stein gemeisselt, und was nach dem Zweiten Weltkrieg galt, trifft heute möglicherweise nicht mehr so zu. Bei einer angestrebten Inflationsrate von 2 % und einem realen Wachstumspotenzial, das vielleicht bei ungefähr 2 % liegt (zumindest in den USA und im Vereinigten Königreich), wäre die untere Hälfte dieser Spanne von 4 bis 5 % vielleicht angemessener.

Das Konzept eines fairen, neutralen oder „natürlichen" Zinsniveaus ist ein Thema, das in den kurzfristigen Überlegungen von Ökonomen und Zentralbankern in letzter Zeit verständlicherweise häufiger diskutiert wird. Die Diskussion konzentriert sich auf r*, der Versuch, einen realen (inflationsbereinigten) kurzfristigen Zinssatz zu ermitteln, der weder expansiv noch kontraktiv wirkt. Es liegt in der Natur der Sache, dass dieser Wert nicht direkt beobachtbar ist, sondern aus umfassenderen wirtschaftlichen Trends und Zusammenhängen abgeleitet werden muss, weshalb er für eine Kalibrierung der Geldpolitik nur von begrenztem Nutzen ist. Nach unserer längerfristigen Faustregel wird r* der Trendrate des realen BIP-Wachstums entsprechen - die Modelle der Zentralbanken sind allerdings komplizierter. Zwei davon sind in der Abbildung zu sehen, zusammen mit einem kurzfristigen gleitenden Durchschnitt für das reale Trendwachstum des BIP (Abbildung 5).

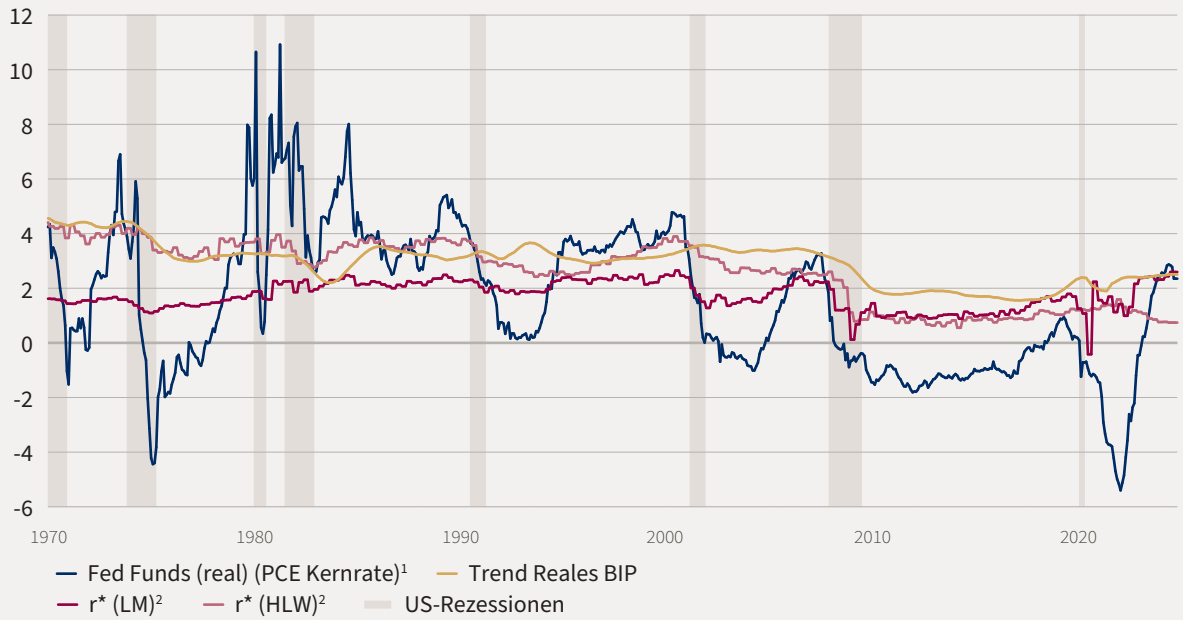
Die Schätzungen für r* sind in den letzten Jahren gesunken (die Bank of England[3] ist der Meinung, dass die realen Zinssätze tatsächlich seit mehreren Jahrhunderten tendenziell gesunken sind, obwohl dies natürlich nicht für das reale BIP-Wachstum in diesem Zeitraum gilt - was darauf hindeutet, dass auf sehr lange Sicht entweder die Daten oder unsere Faustregel oder beides fragwürdig sind). Ein wesentlicher Teil dieses jüngsten Rückgangs wird auf die oben angesprochene «langfristige Stagnation» zurückgeführt. Sie hat in der Zeit nach der Finanzkrise an Dynamik gewonnen: Die vermeintlichen Rekordtiefs der Zinssätze im letzten Zyklus waren ein Zeichen dafür, dass die Volkswirtschaften einfach kein Wachstum mehr verzeichneten. Die wirtschaftlichen Schäden dieser Episode waren akut, und es ist möglich, dass die r*-Modelle - und die Erwartungen an das künftige Wachstum - die Entwicklung der Vergangenheit widerspiegelten und nicht die künftige.

Einige neuere Schätzungen von r* haben sich jedoch nach oben bewegt - derzeit bewegen sie sich im Bereich zwischen 1 - 2,5 % (nominal 3 % - 4,5 %). Zyniker werden einwenden, dass sich darin lediglich der jüngste Anstieg der tatsächlichen Zinssätze widerspiegelt, aber es gibt auch andere Gründe für die

[3] Acht Jahrhunderte der globalen Realzinsen, R-G, und der 'suprasekulare' Rückgang, 1311-2018, Bank of England, 3. Januar 2020.

ABBILDUNG 5: US-SCHÄTZUNGEN DES «NATÜRLICHEN ZINSSATZES»

(%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, NBER, FRED
Hinweis: 1. Die "realen" US-Zinssätze spiegeln die Federal Funds Rate abzüglich des Trends (gleitender 5-Jahres-Durchschnitt) des PCE-Kerndeflators wider; das Trendwachstum der USA spiegelt den gleitenden 10-Jahres-Durchschnitt des realen BIP-Wachstums wider.
2. Die HLW-Schätzung (nach Holston-Laubach-Williams) ist ein teilstrukturiertes Modell, das kurzfristige Konjunkturschwankungen durch eine Trend-/Zykluszerlegung eliminiert und Veränderungen des natürlichen Zinssatzes dem Trendwachstum der Produktion und einem residuellen Wert zuschreibt, der andere potenzielle Einflussfaktoren erfasst. Die LM-Schätzung (Lubik Matthes) ist ein Zeitreihenmodell, das die Inflation, das reale Produktionswachstum und den kurzfristigen Realzinssatz berücksichtigt.

Annahme, dass ein höheres Niveau der realen Zinssätze der «neue Normalzustand» (oder vielleicht der neue alte Normalzustand) sein könnte. Langfristige Veränderungen im Zusammenhang mit der zunehmenden Kapitalintensität, nicht nur in der Technologie, sondern auch vor dem Hintergrund des Klimawandels und der Bemühungen um eine Dekarbonisierung, deuten darauf hin, dass wir uns möglicherweise von einer Welt, in der das Motiv des Sparens vorherrscht, wegbewegen und uns einer Welt zuwenden, in der höhere Investitionen zu Wachstum führen.

Welche Faktoren auch immer für die Zinssätze verantwortlich sind – es ist eine der grossen Herausforderungen für Ökonomen, dass diese Faktoren nicht eindeutig bestimmt und nachgewiesen werden können – wir halten es für sehr wahrscheinlich, dass die Zinssätze des letzten Jahrzehnts die Ausnahme und nicht die Regel waren und dass die derzeitigen Niveaus daher nicht zwangsläufig eine anhaltende Bedrohung für das Wachstum darstellen müssen. Wenn das wachstumsorientierte Modell vom fairen Wert oder r* richtig ist, dann ist es die Wirtschaft, die letztendlich die Zinssätze bestimmt und nicht umgekehrt.

Wachstum und Protektionismus

Die Beseitigung von Handelsschranken hat zweifellos zur Förderung des wirtschaftlichen Wohlstands in der Zeit nach dem Krieg beigetragen.

Dank dem freien Austausch und Verkehr von Waren, Kapital, Menschen, Technologien, Kulturen und Ideen profitieren wir von mehr Auswahl und Wettbewerb, was wiederum Kunden, Unternehmen und Arbeitnehmern zugutekommt. Darüber hinaus hat diese Entwicklung zu den inflationsdämpfenden Trends der letzten Jahrzehnte beigetragen.

In jüngster Zeit hat die Welt jedoch eine Welle von Störungen auf der Angebotsseite erlebt, zu denen eine Pandemie und Kriege in Europa und im Nahen Osten gehören. Seit 2016 sind die Spannungen im Welthandel wieder aufgeflammt und werden nun voraussichtlich weiter eskalieren. Ist Protektionismus nun ein entscheidendes Hindernis für das globale Wachstum?

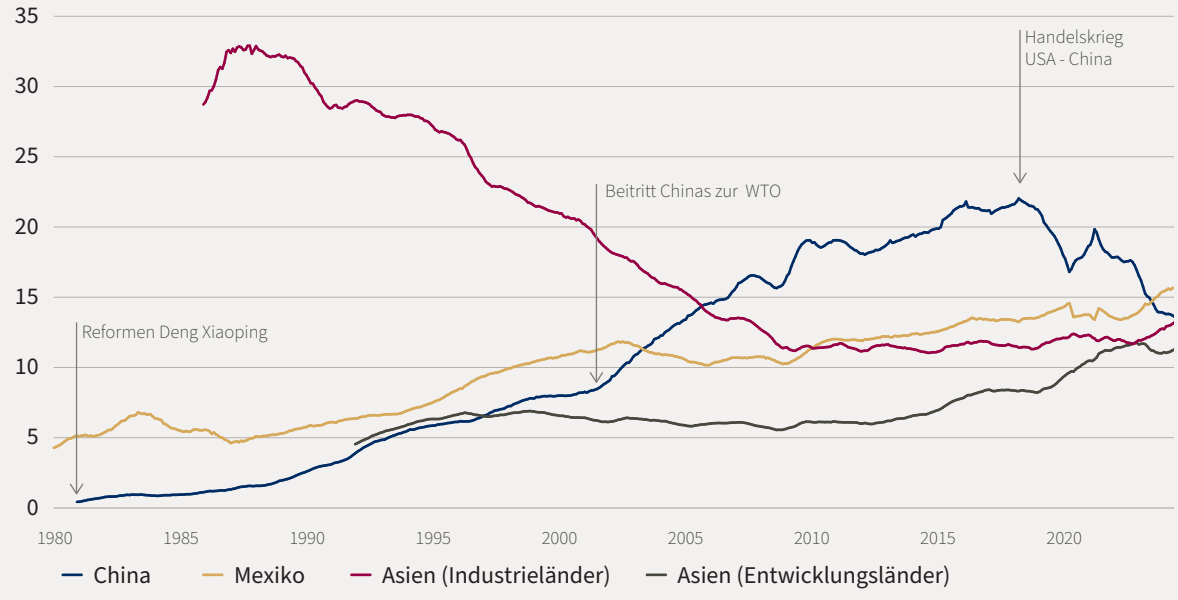
PROTEKTIONISMUS *WAR* DIE NORM

Tatsächlich war die Welt vor der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts viel weniger offen. Zölle - eine Art von Steuer auf Einfuhren - und andere Hemmnisse wurden üblicherweise zum «Schutz» einheimischer Erzeuger eingesetzt. Dieser Schutz erwies sich jedoch oft als kontraproduktiv.

Die Getreidegesetze in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts sind ein eindrucksvolles Beispiel. Damals führte das Vereinigte Königreich Zölle auf Getreide ein, um seine Landwirte (und Grundbesitzer) vor einem Überangebot aus dem Ausland zu schützen. Die daraus resultierenden höheren Lebensmittelpreise – insbesondere in Zeiten schlechter Ernten – schmälerten das verfügbare Einkommen der Haushalte und reduzierten die Ausgaben in Schlüsselsektoren wie der verarbeitenden Industrie, wodurch ein Grossteil der Vorteile für die heimischen Landwirte wieder zunichte gemacht wurde.

ABBILDUNG 6: US-WARENIMPORTE NACH REGIONEN

Anteil an den Gesamteinfuhren (gleitender 12-Monatsdurchschnitt, USD, %)



Quellen: Rothschild & Co, Datastream, US Census Bureau, Berechnungen des Verfassers
Anmerkung: Asien (Industrieländer) bezieht sich auf Japan, Singapur, Südkorea und Taiwan. Asien (Entwicklungsländer) bezieht sich auf Indien, Indonesien, Malaysia, Myanmar, die Philippinen, Thailand und Vietnam.

Ein Jahrhundert später, auf der anderen Seite des Atlantiks, sollte das Smoot-Hawley-Gesetz von 1930 zu Beginn der Grossen Depression die amerikanische Industrie schützen. Stattdessen haben die Vergeltungszölle der wichtigsten Handelspartner der USA - eine «Beggar-thy-neighbour»-Politik - den Abschwung wahrscheinlich noch verlängert.

Dennoch wurden durch das Allgemeine Zoll- und Handelsabkommen (GATT) von 1947 und später durch die Welthandelsorganisation (WTO) von 1995 die Handelsschranken für Waren (im Rahmen des GATT) und schliesslich auch für Dienstleistungen abgebaut. Zusammen mit Innovationen im Transportwesen (wie z. B. der Einführung des standardisierten 40-Fuss-Seecontainers) und dem bedeutsamen Beitritt Chinas zur WTO Ende 2001 wurde dadurch ein Anstieg der Handelsaktivitäten und der Kapitalmobilität erreicht: ‚Globalisierung'.

DERZEIT GIBT ES KAUM ANZEICHEN FÜR EINE «DEGLOBALISIERUNG»

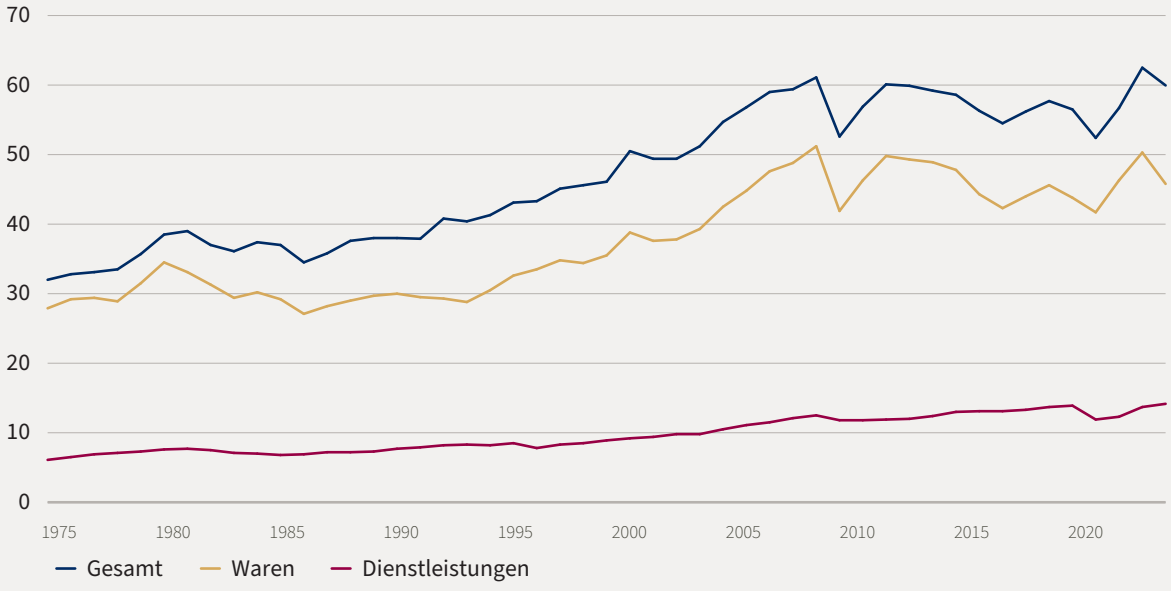
Eine Gegenreaktion zeichnete sich ab, als einige Wirtschaftsexperten und Politiker behaupteten, die Globalisierung sei für den Verlust von Arbeitsplätzen in der westlichen Fertigungsindustrie verantwortlich. Die Debatte zum Thema «Deglobalisierung» hat sich während der Pandemie verschärft, da der Handel durch die Gesundheitskrise unterbrochen wurde und die Versorgungsketten gedehnt und gestört wurden. Die westlichen Verbraucher überlegten, ob sie nicht vielleicht auf diese Handelsaktivitäten verzichten könnten.

Das Ausmass der Deglobalisierung kann leicht überschätzt werden. Allerdings ist der Anteil der Importe aus China in den USA seit dem Wiederaufflammen der Handelsspannungen im Jahr 2018 rückläufig, wovon die benachbarten asiatischen Schwellenländer und Mexiko profitieren (Abbildung 6). Die Lieferketten könnten sich dadurch mit mehr indirekten Verbindungen zwischen den USA und China sogar verlängert haben. Zwischenprodukte werden möglicherweise aus China in nahe gelegene Länder exportiert, wo dann das Endprodukt zusammengebaut und dann in die USA re-exportiert wird. Es scheint zu einer Umschichtung der Lieferketten - und nicht zu einem Rückverlagerung (Re-Shoring) - gekommen zu sein.

Tatsächlich stagniert der Welthandel von Waren und Dienstleistungen im Verhältnis zum BIP – eine Möglichkeit, die Globalisierung zu messen – seit mehr als einem Jahrzehnt, allerdings auf einem historisch hohen Niveau, und erreichte 2022 sogar einen kurzlebigen Rekordwert (Abbildung 7). Er könnte noch in diesem Jahr neue Höchststände erreichen, wenn das sichtbare Handelsvolumen gleichzeitig mit dem robusten BIP wieder an Fahrt gewinnt.

ABBILDUNG 7: WELTWEITER HANDEL MIT WAREN UND DIENSTLEISTUNGEN

In Relation zum BIP (%)



Quellen: Rothschild & Co, Datastream, Weltbank, Berechnungen des Verfassers
Hinweis: Der «Gesamt»-Datenpunkt 2023 ist eine Schätzung.

BRICS: EIN FALSCHER AUFBRUCH

Der Begriff BRIC (Brasilien, Russland, Indien und China) wurde 2001 von dem Ökonomen Jim O'Neill geprägt. Der Prognose zufolge sollten diese Schwellenländer in naher Zukunft einen wesentlich grösseren Anteil am globalen BIP erwirtschaften (Abbildung 8).

Ihre politischen Führer folgten der Marketingliteratur, als sie 2009 ihr erstes Gipfeltreffen abhielten – Südafrika schloss sich 2010 an und gründete den „BRICS"-Block. Seitdem hat sich die Gruppe um Ägypten, Äthiopien, den Iran und die Vereinigten Arabischen Emirate erweitert. Obwohl ihr Anteil am globalen BIP gestiegen ist – was hauptsächlich China zu verdanken ist –, ist es ihr kaum gelungen, sich vom Westen zu lösen. Als Anlagethema hat sich der Block – einschliesslich China – in Bezug auf das gemeinsame Währungsergebnis dramatisch schlechter als die USA entwickelt, und damit als eine grosse Enttäuschung erwiesen.

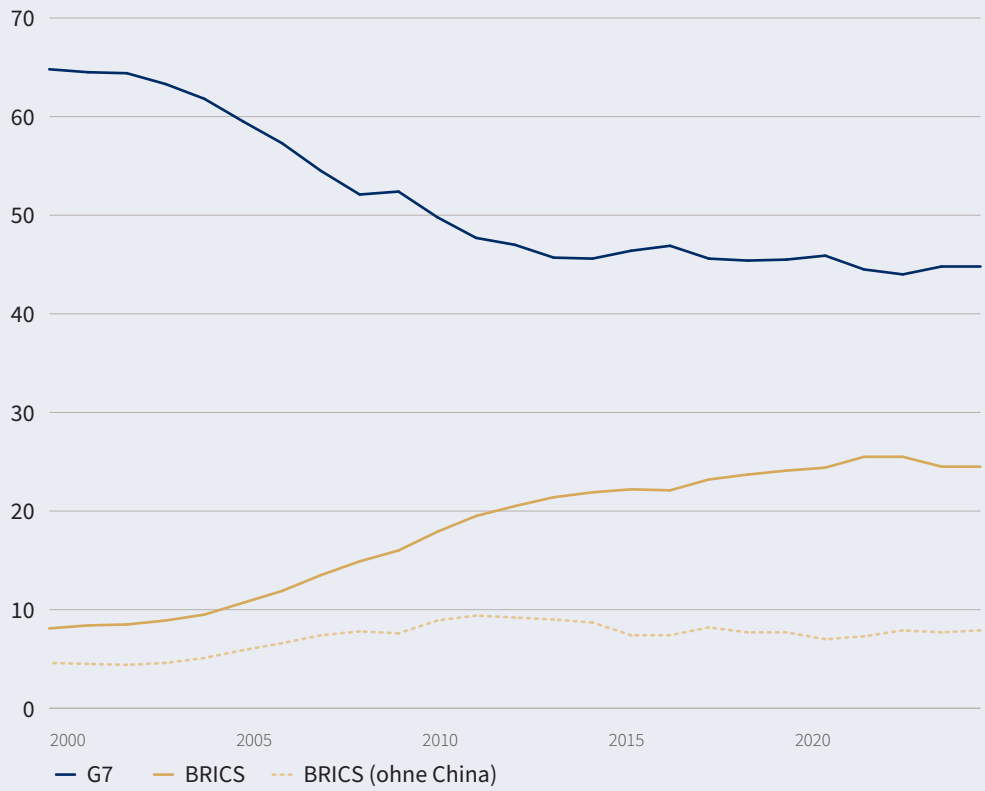
Die einzelnen Länder haben wenig gemeinsam. Jedes von ihnen hat eine andere Produktpalette, andere Governance-Standards und andere Beziehungen zum Westen. Es gibt Spannungen innerhalb des Blocks, wie zum Beispiel anhaltende Konfrontationen an der chinesisch-indischen Grenze.

Auch bei der «Entdollarisierung» wurden keine nennenswerten Fortschritte erzielt, was sich auf dem viel beachteten Gipfel im vergangenen Monat erneut bestätigte. Die Idee einer gemeinsamen Währung war von Anfang an nicht realistisch, und der Schwerpunkt verlagert sich auf die Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen in Landeswährungen. Generell wollen nur wenige Schwellenländer - abgesehen von ihren direkten Handelspartnern - in russischen Rubel oder sogar chinesischen Renminbi bezahlt werden, insbesondere wenn sie Schulden haben, die auf US-Dollar lauten. Der US-Dollar ist in Krisenzeiten nach wie vor gefragt - erst kürzlich musste sich Brasilien im Rahmen der Pandemie den Notfall-Swap-Linien der Federal Reserve in US-Dollar anschliessen.

Die Idee hinter BRICS war zwar gut, konnte sich aber kaum auf objektive Wirtschaftsdaten stützen. Der wichtigste Block in der Weltwirtschaft ist nach wie vor der US-Haushaltssektor....

ABBILDUNG 8: ANTEIL AM GLOBALEN BIP

in USD (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, IMF
Hinweis: Zur G7 gehören Kanada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, das Vereinigte Königreich und die USA. Zu den BRICS gehören Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika.

DER ELEFANT IM RAUM: TRUMP 2.0

Die Rückkehr von Donald Trump bedeutet, dass die wichtigste Volkswirtschaft der Welt im Begriff ist, sich - erneut - in eine protektionistischere Richtung zu bewegen.

Der 47. Präsident der Vereinigten Staaten hat ausser Acht gelassen, dass das Handelsdefizit der USA hauptsächlich auf die starke Binnennachfrage und nicht allein auf die Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen ist. Er sprach von Zöllen in Höhe von 60 % auf alle chinesischen Waren und von 20 % auf die Einfuhren aus anderen Ländern. Der effektive US-Zollsatz, d. h. die erhobenen Zölle im Verhältnis zu den Gesamteinfuhren, könnte auf über 25 % ansteigen, seinen höchsten Wert seit mehr als hundert Jahren (Abbildung 9).

Die Auswirkungen auf Wachstum und Inflation könnten (auf kurze Sicht) erheblich sein. Die Importeure könnten sich nach Alternativen zu China umsehen – die Produktion verlagert sich ohnehin in nahe gelegene Länder, wie bereits erwähnt – allerdings würde der pauschale Zollsatz natürlich auch hier gelten.

Allerdings könnte es sein, dass Trump die Androhung von Zöllen als Druckmittel für Verhandlungen nutzt. Für 2019 drohte er mit einem Zollsatz von (bis zu) 25 % auf alle Wareneinfuhren aus Mexiko, einem wichtigen Handelspartner. Dieser Zoll kam jedoch nie zustande. Stattdessen schloss er einen Deal über die Grenze zwischen den Ländern ab. Scott Bessent - ein möglicher Kandidat für das Amt des Finanzministers - hat angedeutet, dass Zölle in der Tat ein Verhandlungsinstrument sind.

Auch Teile von Europa könnten betroffen sein. Dabei scheint insbesondere Deutschland aufgrund seines hohen Handelsüberschusses gegenüber den USA gefährdet zu sein. Allerdings haben nicht alle europäischen Länder einen sichtbaren Handelsüberschuss gegenüber den USA (wie z. B. das Vereinigte Königreich). Bei anderen Ländern, wie z. B. Saudi-Arabien, ist der Überschuss gegenüber den USA nur geringfügig.

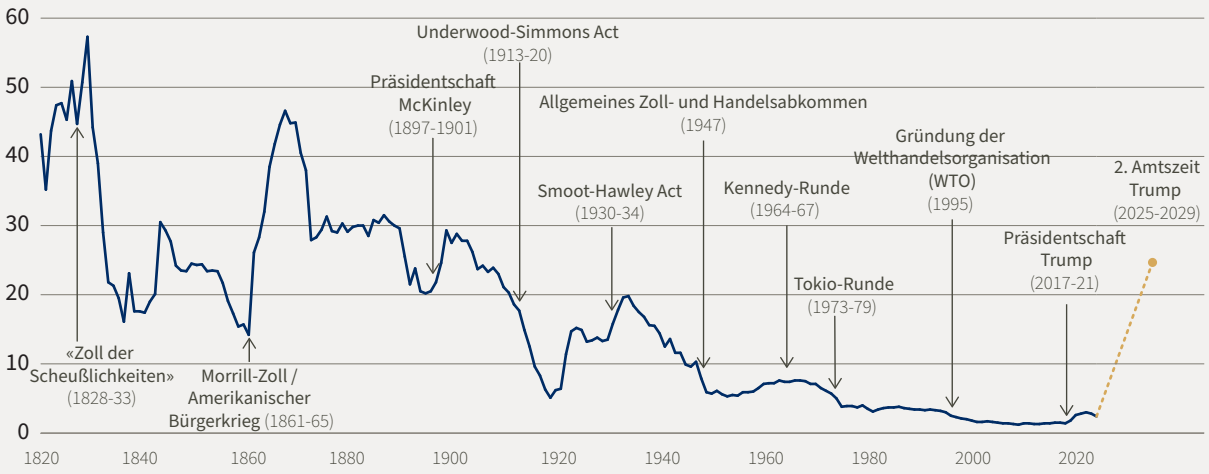
Trotz der verständlichen Besorgnis, weil Trump in seiner ersten Amtszeit die Zölle anhob, ist der tatsächliche Anstieg auf der Skala kaum zu erkennen (siehe Abbildung 9). Trumps Vorschläge sind dieses Mal beängstigender, allerdings weiss China, dass er nicht ganz Unrecht hat (es handelt sich doch um die am stärksten durch Protektionismus geschützte Wirtschaft). In der Zwischenzeit wird der Welthandel weiterhin von vielen Variablen bestimmt - nicht nur von der Ebbe und Flut protektionistischer Massnahmen. Sollte die Binnennachfrage in den USA beispielsweise durch Steuersenkungen angekurbelt werden, würde das den Importen zugutekommen - auch denen aus China. Und trotz aller Rhetorik, die Trump verlauten lässt, machen die gesamten US-Importe von Waren und Dienstleistungen immer noch nur 14 % der gesamten inländischen Ausgaben aus (vor Zöllen).

«Länder, die konstant hohe Überschüsse erzielen, sind die Protektionisten der Weltwirtschaft. Andere, wie die USA, die immer wieder riesige Handelsdefizite haben, sind die Opfer... Das Problem ist ... die räuberische Industriepolitik»

Robert Lighthizer, ehemaliger US-Handelsbeauftragter (2017-21), Artikel in der Financial Times vom 1. November 2024.

ABBILDUNG 9: EINE 200-JÄHRIGE GESCHICHTE DER US-ZÖLLE

Effektive US-Zölle auf die Gesamteinfuhren (1821-2023, %)



Quellen: Rothschild & Co, U.S. International Trade Commission, U.S. Census Bureau, Berechnungen des Verfassers
Hinweis: Der effektive Zoll ist das Verhältnis der erhobenen Zölle im Verhältnis zu den gesamten Einfuhren. Die Bezeichnung «2. Amtszeit Trump» ist eine höhere Prognose, die von einem Zoll von 20 % auf alle Wareneinfuhren und einem Zoll von 60 % auf alle Wareneinfuhren aus China ausgeht.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

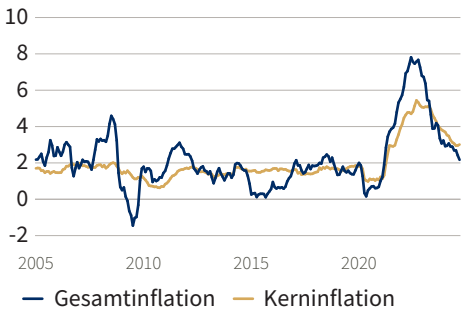
WACHSTUM: GROSSE VOLKSWIRTSCHAFTEN

Konjunkturoptimismus: Standardabweichungen vom Trend

Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co
Zusammenstellung der vorausschauenden Komponenten der Erhebungen im verarbeitenden Gewerbe aus China, Deutschland, Japan, dem Vereinigten Königreich und den USA, lose gewichtet nach BIP

G7 INFLATION

Im Vergleich zum Vorjahr (%)



Quellen: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

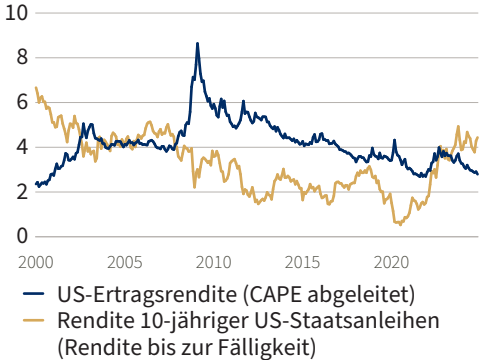
AKTIEN DER INDUSTRIELÄNDER UND RENDITEN VON STAATSANLEIHEN

Relative Renditen seit 2005 (%)

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

AKTIEN/ANLEIHEN – RELATIVE BEWERTUNGEN

(%)



Quellen: MSCI, Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

AKTIEN

MSCI-Indizes, in USD

	MONAT (%)	JAHR (%)
Global	-0.6	18.7
USA	1.8	25.8
Europa ohne VK und Schweiz	-6.8	2.9
VK	-5.1	7.5
Schweiz	-6.7	1.4
Japan	-4.1	5.7
Pazifischer Raum (ohne Japan)	-3.1	8.4
Schwellenländer Asien	-7.4	11.9
Schwellenländer (ohne Asien)	-3.2	-4.7

ANLEIHEN

Aktuelle Renditen und Erträge, in Landeswährung

	RENDITE	MONAT (%)	JAHR(%)
Staatsanleihen global (hdg. $)	3.19	-0.5	2.4
IG global (hdg $)	4.70	-0.7	3.6
HY global (hdg $)	7.34	0.8	10.2
USA 10 Yr	4.44	-2.3	-0.4
DE 10 Yr	2.34	-0.4	-0.2
VK 10 Yr	4.48	-1.5	-3.1
CH 10 Yr	0.40	0.9	3.2

WÄHRUNGEN

JP Morgan Handelsgewichtete nominale effektive Wechselkurse

	1M (%)	YTD (%)
US Dollar	3.2	6.6
Euro	-1.0	0.0
Pound Sterling	-0.2	4.2
Swiss Franc	-0.7	-1.3

ROHSTOFFE

	LEVEL	1M (%)	YTD (%)
Gold (USD)	2565	-3.2	24.3
Brent Crude (USD)	73	-6.3	-5.8
Gas (EUR)	46	14.0	42.9

Daten korrekt per 14. November 2024. Table data as of 14 November 2024.

Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

Quellen für Tabellen: Bloomberg, Rothschild & Co

Wichtige Informationen

Dieses Dokument wurde von **Rothschild & Co Wealth Management UK Limited** erstellt. Ausser mit ausdrücklicher schriftlicher Zustimmung von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited darf dieses Dokument weder ganz noch teilweise kopiert, vervielfältigt, verteilt oder an andere Personen weitergegeben werden. Dieses Dokument dient lediglich Informations- und Marketingzwecken und stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder anderen Bank- oder Anlageprodukten dar. Dieses Dokument stellt keine rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung dar.

Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen, und es ist möglich, dass Sie den Betrag Ihrer ursprünglichen Investition nicht zurückerhalten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Anhaltspunkt für die künftige Wertentwicklung herangezogen werden. Investitionen mit dem Ziel der Rendite sind mit der Übernahme von Risiken verbunden: Die angestrebte Wertentwicklung kann nicht garantiert werden. Sollten Sie Ihre Ansichten bezüglich Ihrer Anlageziele und/oder Ihrer Risiko- und Renditetoleranz(en) ändern, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenberater. Wenn eine Anlage ein Engagement in einer Fremdwährung beinhaltet, können Wechselkursschwankungen den Wert der Anlage und die daraus erzielten Erträge steigen oder fallen lassen. Die Erträge können auf Kosten der Kapitalerträge erzielt werden. Die Portfoliorenditen werden auf einer „Total Return"-Basis betrachtet, d. h. die Renditen ergeben sich sowohl aus dem Kapitalzuwachs oder der Wertminderung, die sich in den Kursen der Anlagen Ihres Portfolios widerspiegeln, als auch aus den Erträgen, die Sie in Form von Dividenden und Coupons aus diesen Anlagen erhalten. Die in diesem Dokument dargestellten Bestände in Beispiel- oder realen diskretionären Portfolios dienen lediglich der Veranschaulichung und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Wie auch der Rest dieses Dokuments dürfen sie nicht als Aufforderung oder Empfehlung für eine separate Anlage betrachtet werden.

Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, wird weder eine ausdrückliche noch eine stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung gegeben, und ausser im Falle von Betrug wird von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited keine Verantwortung oder Haftung in Bezug auf die Fairness, Genauigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Informationen, die diesem Dokument zugrunde liegen, oder für jegliches Vertrauen, das eine Person in dieses Dokument setzt, übernommen. Insbesondere wird keine Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich des Erreichens oder der Angemessenheit der in diesem Dokument enthaltenen Zukunftsprognosen, Ziele, Schätzungen oder Vorhersagen gegeben. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument verwendeten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Wo Daten in dieser Präsentation aus folgender Quelle stammen: MSCI, sind wir als Bedingung für die Nutzung verpflichtet, Sie darauf hinzuweisen, dass: „Weder MSCI noch irgendeine andere Partei, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der MSCI-Daten beteiligt ist oder damit in Verbindung steht, gibt irgendwelche ausdrücklichen oder stillschweigenden Garantien oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die Ergebnisse, die durch deren Verwendung erzielt werden), und alle diese Parteien lehnen hiermit ausdrücklich alle Garantien für die Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf diese Daten ab. Ohne das Vorstehende einzuschränken, haften MSCI, seine verbundenen Unternehmen oder Dritte, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, in keinem Fall für direkte, indirekte, Folgeschäden, Schäden mit Strafcharakter oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie über die Möglichkeit solcher Schäden informiert wurden. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ist die Weitergabe oder Verbreitung der MSCI-Daten nicht gestattet."

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

Dieses Dokument wird von **Rothschild & Co Bank AG**, Zollikerstrasse 181, CH-8034 Zürich, in der Schweiz und im Ausland verbreitet. Die Verbreitung dieses Dokuments kann in bestimmten Ländern durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterliegen, die die Verbreitung dieses Dokuments oder der darin erwähnten Anlagestrategien verbietet. Dementsprechend sollten sich die Empfänger dieses Dokuments über alle geltenden rechtlichen und regulatorischen Anforderungen informieren und diese beachten. Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika versandt oder dorthin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten von Amerika oder an eine US-Person verbreitet werden. Der Begriff „Vereinigte Staaten" umfasst die Vereinigten Staaten von Amerika, alle ihre Gliedstaaten, ihre Territorien und Besitzungen sowie alle Gebiete, die ihrer souveränen Rechtsprechung unterliegen.

Rothschild & Co Bank AG ist lizenziert und unterliegt der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA, Laupenstrasse 27, 3003 Bern, Schweiz (www.finma.ch).