



MARKTAUSBLICK | FEBRUAR – MÄRZ 2026

Gold, der Dollar und eine weitere neue Welt

Vorwort: Eine Revolution kann ihre eigenen Kinder verschlingen

INHALT

- 3 Alles, was glänzt...
- 7 Der US-Dollar im Portfoliokontext
- 13 Eine andere Neue Welt

Zwei Dinge haben unsere halbwegs optimistischen Erwartungen für den Aktienmarkt in letzter Zeit gebremst. Wir sehen weniger Spielraum für Zinssenkungen in den USA und sind der Meinung, dass ein vom KI-Boom getriebener Aktienmarkt möglicherweise übers Ziel hinausgeschossen ist und dabei die Bewertungen auf ein Niveau getrieben hat, das zuvor nur einmal erreicht wurde (und das ohne Happy-End).

Beide Entwicklungen sind Anfang 2026 klar erkennbar. Im Januar gingen einige Entscheidungsträger der Fed Berichten zufolge davon aus, dass durch eine hartnäckige Inflation, sollte sie anhalten, sogar eine Erhöhung der Zinsen eine "angemessene" Massnahme werden könnte. Möglicherweise wird sich die Dominanz an den Aktienmärkten - wie wir es für möglich gehalten haben - zulasten der USA, des Technologiesektors und der Mag-7-Titel zugunsten anderer, günstigerer und stärker zyklisch orientierter Regionen, Sektoren und Aktien verlagern.

Allerdings ist es wie mit dem sprichwörtlichen Schwan, der ruhig über den Teich gleitet: Unter der Oberfläche dieser zaghaften Rotation an den Aktienmärkten herrscht ein hektisches Paddeln. Auch wenn sich der Gesamtmarkt gut behauptet hat, ist das Segment "Software as a Service" eingebrochen und das Ergebnis sind Spekulationen über eine drohende "SaaSocalypse". Die kostengünstige Programmierung durch KI wird als Ersatz für bestehende, von den Unternehmen selbst erstellte Lösungen wahrgenommen.

Bislang scheint dieses Szenario jedoch eher eine Bedrohung als Realität zu sein. Sollte es jedoch tatsächlich eintreten, wäre das in gewisser Weise ironisch. Die Aktivitäten, die am ehesten vom Wandel durch Innovationen betroffen sein dürften, sind in der Regel nicht Teil des Technologiesektors, sondern finden ausserhalb dieses Sektors statt. Doch die KI-Revolution könnte - wie Saturn - dabei sein, ihre eigenen Kinder zu verschlingen.

Unsere Vorbehalte gegenüber der KI beziehen sich weniger auf die Umwälzungen, die sie verursachen könnte, als vielmehr auf die Umwälzungen, die sie nicht bewirken wird. Wir sind der Meinung, dass ihre breitere kommerzielle Anwendung enttäuschend ausfallen und länger auf sich warten lassen könnte, als es der derzeitige rasante Ausbau von Rechenzentren und die Energiebeschaffung glauben machen. Die hohen Bewertungen von Technologieunternehmen haben in den letzten Monaten etwas nachgegeben, doch die Endnachfrage nach KI könnte weiterhin enttäuschen – und das Risiko einer Fehlallokation von Kapital nimmt weiter zu.

Wenn unsere Schlussfolgerungen sich jedoch (noch) nicht bewahrheiten sollten, könnte das Endergebnis für die Portfolios unter dem Strich geringfügig von unseren Erwartungen abweichen. Der globale Aktienmarkt befindet sich aktuell weder in einer Aufwärts- noch in einer Abwärtsbewegung, sondern tritt eher auf der Stelle (und die jüngsten Verwerfungen auf dem Markt für Privatkredite scheinen, wie bei den Aktien, sehr sektorspezifisch zu sein). Im Gegensatz zum Ausgang des Jahres 2000 ist das, was wir (bislang) sehen, eher eine Rotation als ein Umschwung. Es könnte sich jedoch als Fehlstart erweisen – und es könnte noch eine weitere, möglicherweise grössere Enttäuschung bevorstehen, wenn die KI hinter den Erwartungen zurückbleibt.

In dieser Ausgabe unserer Marktperspektive beleuchten wir folgende Themen: den Anstieg des Goldpreises, die Schwäche des US-Dollars und die Bedeutung dieser Entwicklungen für Ihr Portfolio sowie die angebliche "neue Weltordnung". Aus unserer Top-Down-Perspektive bleiben unsere Empfehlungen unverändert: Aus taktischer Sicht sind wir weder optimistisch noch pessimistisch, sondern weitgehend neutral in Bezug auf Aktien, Anleihen und Liquidität.

Bildquellen: \$100 note, detail © Getty Images.

© 2026 Rothschild & Co Wealth Management

Veröffentlichungsdatum: März 2026
Alle Werte und Text zum Stand vom 25. Februar 2026.

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

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

Alles, was glänzt...

Der Goldpreis ist rasant gestiegen.

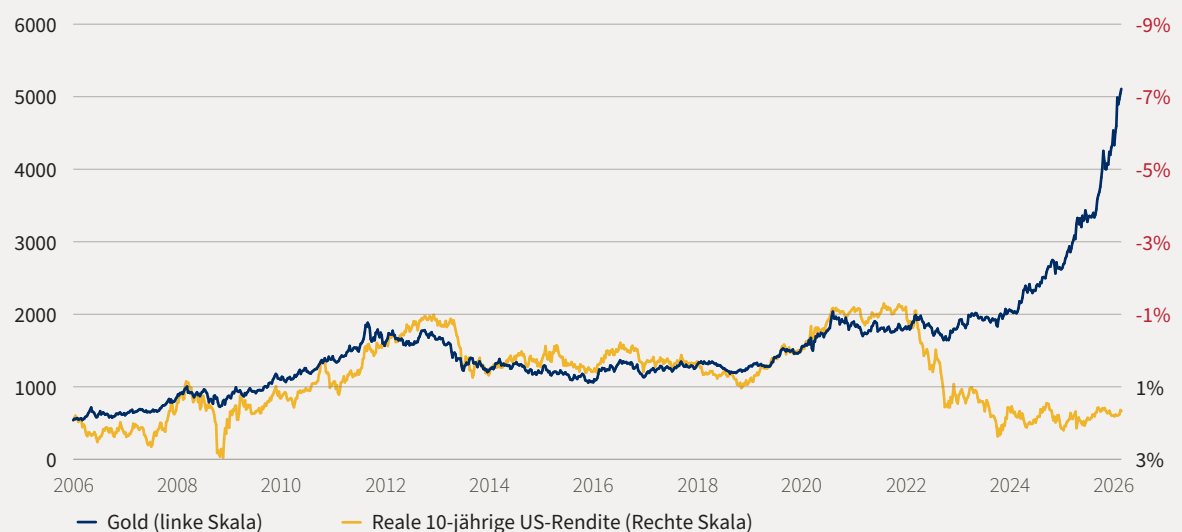
Im Jahr 2025 stieg der Goldpreis in seinem stärksten Jahr seit 1979 auf US-Dollarbasis um 65 %, nachdem das Edelmetall bereits 2024 um mehr als 25 % und 2023 um mehr als 10 % zugelegt hatte. Der Aufwärtstrend hat sich auch in diesem Jahr fortgesetzt. Bis heute ist der Preis trotz des starken Einbruchs Ende Januar um weitere 20 % gestiegen. Damit hat sich der Wert seit Anfang 2023 fast verdreifacht. Im gleichen Zeitraum hat sich auch der globale Aktienmarkt selbst gemäss seinen eigenen hohen Standards glänzend entwickelt, blieb jedoch mit einem Anstieg um lediglich 80 % hinter der Goldperformance zurück.

Die schwache Korrelation zwischen Gold und bestimmten makroökonomischen und marktbezogenen Variablen scheint sich im Zuge dieses Goldrauschs aufgelöst zu haben. Gold wird beispielsweise häufig als Schutz gegen Inflation angesehen, ist aber weiter gestiegen, obwohl die Inflation in den letzten Jahren zurückgegangen ist und die vom Markt erwartete künftige Inflation im Grossen und Ganzen stabil geblieben ist. Da Gold keine Rendite abwirft, ist es normalerweise umgekehrt zu den US-Realrenditen korreliert, was den Opportunitätskosten des Besitzes im Vergleich zu zinstragenden Anlagen geschuldet ist. Diese Korrelation ist jedoch seit 2022 schwächer geworden, wie Abbildung 1 zeigt.

Warum ist der Goldpreis weiter gestiegen? Und wie sehen unsere Top-Down-Anlageerwartungen angesichts dieser relativen Outperformance aus?

ABBILDUNG 1: DIE NEGATIVE BEZIEHUNG ZWISCHEN GOLD UND DER «REALEN» 10-JÄHRIGEN US-RENDITE

Spotpreis (USD pro Unze, linke Skala); Reale Rendite (% , rechte Skala - invertiert)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Anmerkungen: Die 10-jährige US-Realrendite bezeichnet die Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen und der 10-jährigen Breakeven-Inflationsrate.



EIN KURZER EXKURS IN DIE GESCHICHTE

Bevor wir uns mit diesen Fragen beschäftigen, wollen wir uns daran erinnern, warum ein Stück Metall überhaupt als Anlage betrachtet werden kann.

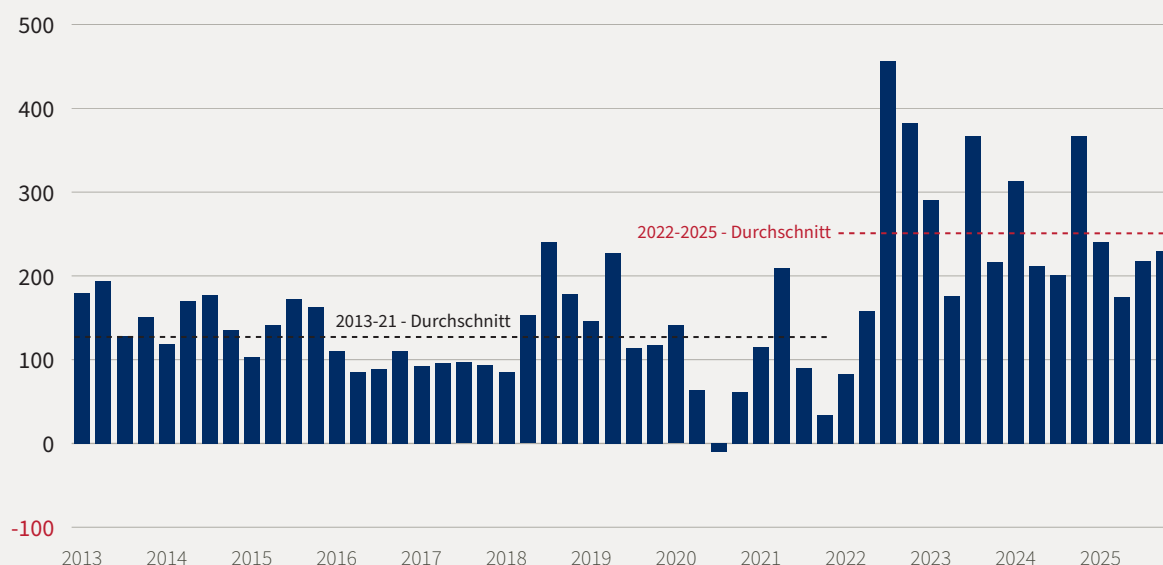
Letztlich hat das viel mit der Attraktivität und Knappheit von Gold zu tun. Die Verwendung als Wertanlage lässt sich möglicherweise bis ins alte Ägypten zurückverfolgen, wo seine Verbindung zu Macht, Religion und Reichtum erstmals dokumentiert wurde. Der Glanz, die Formbarkeit und Haltbarkeit machten es nützlich für Schmuckstücke und durch die Seltenheit wurde es exklusiv. So wurde es in frühen Zahlungssystemen zum Tauschmittel und zur Rechnungseinheit. Die ersten goldbasierten Münzen kamen einige Jahrtausende später, um das 7. Jahrhundert v. Chr., in Lydien (der heutigen Türkei) auf (diese ersten Münzen bestanden eigentlich aus einer natürlich vorkommenden Legierung namens Elektrum, einer Mischung aus Gold und Silber, einem weiteren glänzenden und seltenen Metall).

Damals wurden auch bereits andere Metalle wie Kupfer und Bronze für die Münzprägung verwendet, die aber als weniger wertvoll als Gold galten. Silber, das wichtigste Konkurrenzmetall zu Gold, galt schon damals als weniger wertvoll: Eine Unze Gold war im alten Ägypten nach den Überlieferungen 2,5-mal so viel wert wie eine Unze Silber (heute liegt das Verhältnis eher bei 60:1). Dieser Wert spiegelte die oben erwähnten einzigartigen Eigenschaften des gelben Metalls wider, aber auch ein Element der Subjektivität.

Als dann schliesslich Papiergeld zu gängigen Währungen wurde, war es im Rahmen verschiedener Goldstandards durch Gold gedeckt. Diese Goldreserven verliehen Zentralbanken wie der Bank of England bei der Ausgabe von Papiergeld anfangs wahrscheinlich ihre monetäre Glaubwürdigkeit. Manchmal vergisst man, dass die heutige Welt des vollständig fiat-basierten (d. h. nicht metallischen) Geldes und flexibler Wechselkurse ein relativ junges Phänomen ist, das Ende 1971 begann, als Präsident Nixon die Bindung des US-Dollars an Gold ausser Kraft setzte.

ABBILDUNG 2: NETTOKÄUFE VON GOLD DURCH DIE ZENTRALBANKEN

Vierteljährliche Daten (in metrischen Tonnen)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Metal Focus Data Ltd.

SICHERER HAFEN ODER RISIKOANLAGE?

Neben seiner (traditionellen) Korrelation mit der Inflation und den realen Zinssätzen wird Gold oft als "sicherer Hafen" angesehen, der in Krisenzeiten eine Diversifizierung bietet. Das ist wahrscheinlich auf die herausragende Rolle des Edelmetalls in der Geschichte des globalen Geldes zurückzuführen.

Heute scheint vor allem das geopolitische Risiko ausgeprägter zu sein als in den letzten Jahrzehnten. Der Konflikt in der Ukraine dauert an, die Lage im Nahen Osten bleibt angespannt, und Chinas Anspruch auf Taiwan steht im Mittelpunkt des Interesses. Die aggressive Aussenpolitik der USA, oder, wie Trump kürzlich scherzhaft bemerkte, die Rückkehr zur "Donroe-Doktrin", hat diese Unsicherheit zum Jahreswechsel wohl noch verstärkt.

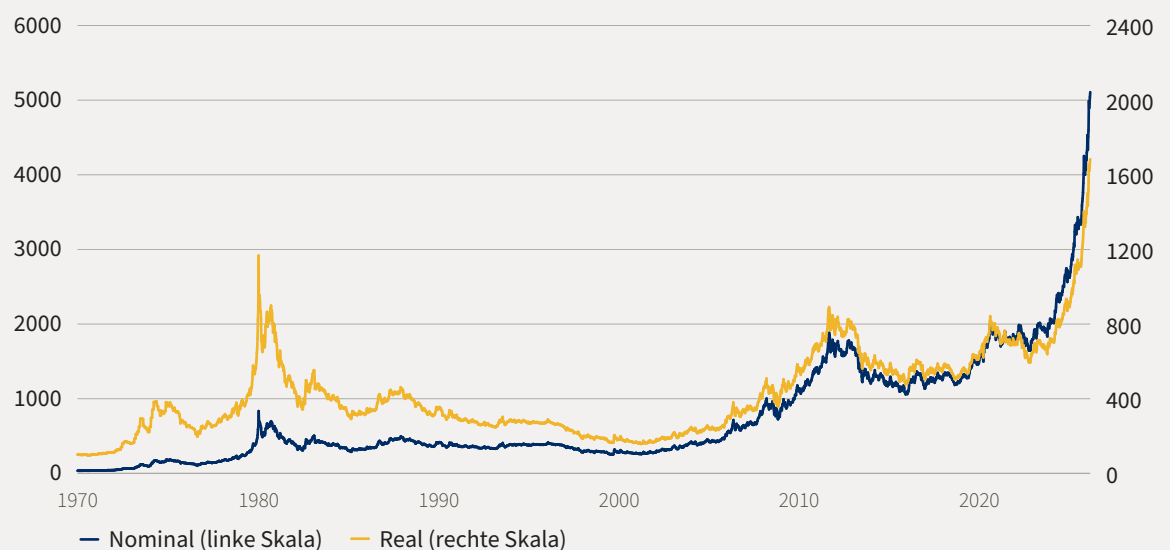
Dennoch scheint es übertrieben, den Anstieg des Goldpreises als Teil eines so genannten Entwertungshandels zu bezeichnen. Diese in letzter Zeit populäre Phrase ("Debasement trade") suggeriert, dass wir vor einem Wertverfall der Fiat-Währungen stehen und insbesondere vor einem Vertrauensverlust in den US-Dollar. Davon hat Gold (wie auch andere Edelmetalle) am stärksten profitiert.

Der US-Dollar hat sich allerdings von zuvor hohen Niveaus abgeschwächt, ist aber nicht zusammengebrochen, und während Gold einen Aufschwung erlebt hat, haben US-Treasuries im vergangenen Jahr viele Staatsanleihen aus anderen Industrieländern übertroffen. Die Vereinigten Staaten sind nach wie vor die wichtigste Volkswirtschaft und beherbergen die innovativsten Unternehmen der Welt, die Globalisierung wird nicht rückgängig gemacht, und wie wir weiter unten anmerken, ist es vielleicht zu früh, von einer "neuen Weltordnung" zu sprechen. Seit dem Konflikt um das Thema Grönland lesen wir zum Beispiel, dass die EU eine Partnerschaft über wichtige Mineralien mit ihrem vermeintlich entfremdeten Partner jenseits des Atlantiks anstrebt.

Ausserdem war das allgemeine Investitionsumfeld in den letzten Jahren nicht gerade "defensiv". Indem Gold parallel zu (beziehungsweise sogar vor) einem steigenden Aktienmarkt kräftig zulegte, hat es sich in dieser Phase wohl eher wie eine Risikoanlage verhalten. Die prozyklischen Käufe der Zentralbanken könnten diese Entwicklung teilweise erklären, immerhin sind ihre Nettokäufe von Gold seit 2022 sprunghaft angestiegen (Abbildung 2), auch wenn sie im

ABBILDUNG 3: GOLD | DER LANGFRISTIGE KONTEXT

Spotpreis (USD pro Unze, linke Seite); US-inflationsbereinigter Preis (rechte Seite)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

letzten Jahr leicht zurückgegangen sind. Es gibt auch Berichte über ein erhöhtes Interesse seitens der Kleinanleger und der institutionellen Investoren. Einige dieser Marktwetten waren möglicherweise stark gehebelt, was sich in der extremen Volatilität bei Gold - und noch mehr bei Silber - Ende Januar zeigte.

DIE MAKROÖKONOMISCHE EINSCHÄTZUNG BLEIBT UNVERÄNDERT

Bezüglich der zweiten Frage könnte es aus strategischer Sicht sinnvoll sein, einen gewissen Anteil an Gold im Portfolio zu halten: Das Edelmetall bietet nach wie vor eine Möglichkeit, auf geopolitische Extremrisiken zu setzen, während das Inflationsrisiko möglicherweise noch nicht vollständig vom Tisch ist (eine Ansicht, die offenbar auch von den geldpolitischen Entscheidungsträgern der Fed geteilt wird). Aktien und Anleihen dürften aufgrund ihres Ertragspotenzials und der geringeren Volatilität weiterhin den Löwenanteil der meisten Multi-Asset-Portfolios bestimmen. Wie bereits erwähnt, ist es aufgrund des Fehlens einer Rendite unmöglich, Edelmetalle objektiv zu bewerten.

Befürworter von Goldanlagen würden jedoch darauf hinweisen, dass ihre Wertentwicklung aufgrund der jüngsten Preisanstiege auf lange Sicht mit den Aktienmärkten gleichgezogen hat. Tatsächlich haben sowohl Goldbarren als auch der MSCI World Index seit 1970, kurz bevor der Goldpreis de facto freigegeben wurde, auf Dollarbasis eine annualisierte Rendite von etwas über 9 % erzielt (allerdings sind die Aktienrenditen der Industrieländer immer noch etwas höher, sodass Gold auf volatilitätsbereinigter Basis weniger gut abgeschnitten hat).

Wie auch immer man es betrachtet - der Goldpreisanstieg ist beeindruckend, selbst auf einer logarithmischen Skala, was bedeutet, dass er sich möglicherweise "exponentiell" entwickelt hat, d. h. mit beschleunigtem Tempo und viel dynamischer als die vergleichbare Entwicklung an den Aktienmärkten. Hinzu kommt, dass Gold nicht nur volatiler ist als die meisten Anlagewerte, sondern auch sehr langfristige Rückschläge erlebt hat. Ein US-Anleger, der Gold auf dem Höchststand im Januar 1980 gekauft hätte, hätte einen 20-jährigen Abwärtstrend vom Höchststand bis zum Tiefpunkt miterlebt und hätte erst im letzten Jahr, fast ein halbes Jahrhundert später, real "aufgeholt" (Abbildung 3).

Natürlich sind auch die Aktienmärkte nicht gegen lange Verlustphasen gefeit. Allein ihre Dividenden sorgen jedoch für einen kontinuierlichen Cashflow und wir können uns zumindest eine Meinung darüber bilden, wann sie unverhältnismässig teuer erscheinen, und das Risiko magerer künftiger Renditen droht.

Wir ziehen Gold seinem viel beworbenen digitalen Gegenstück, dem Bitcoin, weiterhin klar vor, da dieser deutlich volatiler ist, keinen intrinsischen Nutzen oder eigenständigen Wert aufweist und ausschliesslich in der digitalen Welt existiert. Er hat auch in jüngster Zeit seine Zuwächse nach der Trump-Wahl (den sogenannten Trump-Bump) wieder eingebüsst und sich seit seinem Höchststand im Oktober 2025 nahezu halbiert.



Der US-Dollar im Portfoliokontext

Ein schwächerer US-Dollar ist, wie auch niedrigere Zinssätze, Teil von Präsident Trumps MAGA-Plan “Make America Great Again”. Der US-Dollar ist 2025 gefallen und hat 2026 weiter nachgegeben. Sein handelsgewichteter Index notiert in der Nähe von Dreijahrestiefs (Abbildung 4), während die Wechselkurse (Euro und Schweizer Franken) nahe an ihren Fünf- bzw. Zehnjahrestiefs liegen.

In einem freien Markt zählen jedoch nicht nur die Ansichten von Donald Trump. Allerdings könnte das MAGA-Programm (wie wir bereits an anderer Stelle angemerkt haben) missverstanden sein, während die Glaubwürdigkeit der US-Geldpolitik weitgehend intakt bleibt.

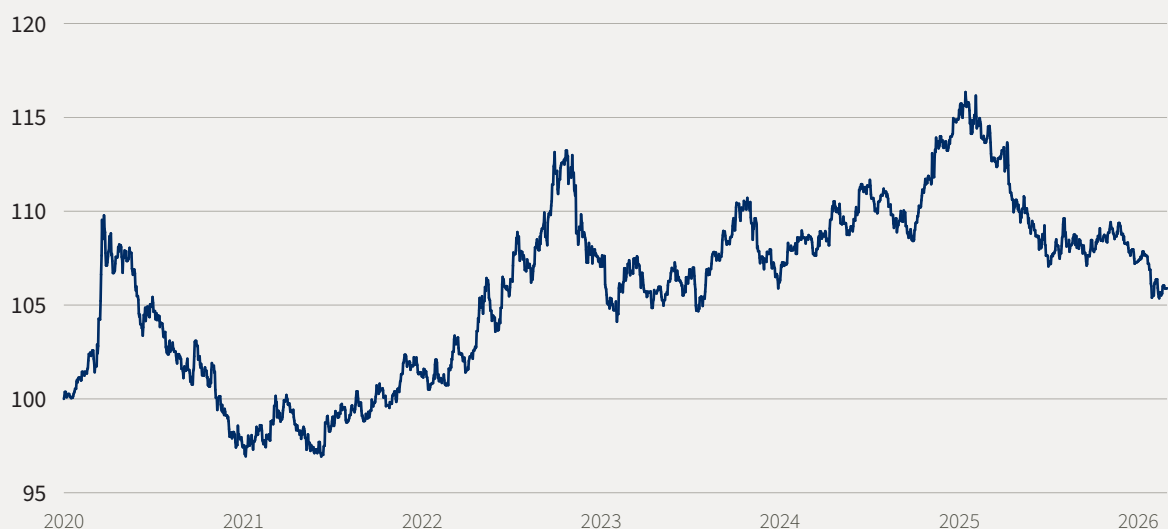
Wir haben in den letzten zehn Jahren viele vorübergehende Kehrtwenden des US-Dollars erlebt, unter anderem einen vergleichbaren Abverkauf zu Beginn der ersten Amtszeit von Trump. Diese Entwicklungen waren jedoch jedes Mal nur kurzlebig, und der US-Dollar konnte seinen Aufwärtstrend wieder aufnehmen. Wir halten die jüngste Schwäche nach wie vor eher für taktisch als für strategisch.

Der US-Dollar ist und bleibt die wichtigste Reservewährung, daran haben auch die Ökonomen, die seit langem immer wieder seinen endgültigen Niedergang prognostizieren, bisher nichts geändert. Der “Greenback” wird nicht - und kann auch nicht - schnell oder demnächst durch eine andere Währung ersetzt werden.

Um als weit verbreitetes Reservemittel zu fungieren, muss eine Währung ausserhalb ihrer eigenen Grenzen leicht verfügbar sein. Der wahrscheinlichste denkbare Ersatz für den US-Dollar, der chinesische Renminbi, bietet sich aus zwei Gründen nicht wirklich an: Die

ABBILDUNG 4: NOMINALER HANDELSGEWICHTETER USD-INDEX

Neubasierter Index (100 = Januar 2020)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, YouGov

Kapitalverkehrskontrollen und der strukturelle Zahlungsbilanzüberschuss Chinas. Änderungen bei der Fakturierung von Handelsgeschäften, die oft als Vorboten der Dominanz des Renminbi gewertet werden, können angesichts dieser Einschränkungen wenig ausrichten. Wenn diese verbleibenden Kapitalkontrollen aufgehoben würden, sehen wir – zumindest für die Anfangsphase – eine klare Richtung der Nettokapitalströme.

Auch der Euro ist keine echte Alternative: Das Kapitalkonto der europäischen Währung ist zwar offen, die Eurozone hat aber ebenfalls einen strukturellen Zahlungsüberschuss und ist mit eigenen wirtschaftlichen, politischen und Governance-Problemen konfrontiert.

Auf lange Sicht werden wahrscheinlich eher solche strukturellen und makroökonomischen Kräfte (und nicht impulsive Äußerungen eines unberechenbaren Präsidenten) die Entwicklung der Wechselkurse bestimmen. Kurzfristige taktische Bewegungen können jedoch die Portfoliorenditen beeinflussen (und sogar dominieren), wie die jüngste Dollarschwäche deutlich zeigt. Die Währungsrisiken der meisten Multi-Asset-Portfolios ergeben sich überwiegend aus den Aktienbeständen. Zwei Drittel der globalen Aktienbenchmarks lauten auf US-Dollar und daher waren die Auswirkungen auf die ungesicherten Renditen bei der Rückrechnung in Pfund Sterling, Euro oder Schweizer Franken zuletzt beträchtlich (Abbildung 5).

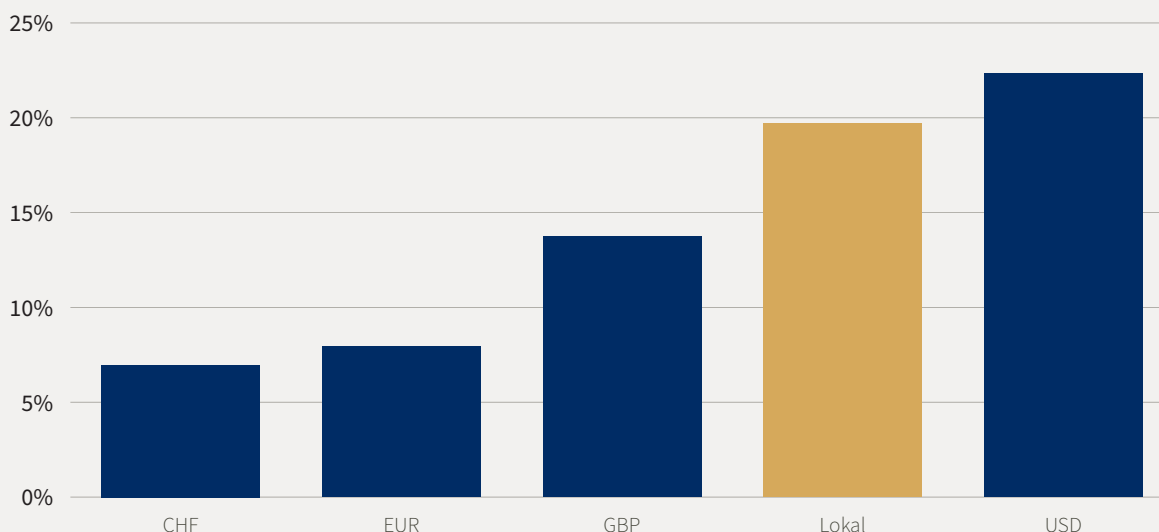
DIE GRUNDPRINZIPIEN

Wechselkurse sind wahrscheinlich die am effizientesten ermittelten Preise auf den Kapitalmärkten, da sich ihre kurzfristigen Bewegungen technisch gesehen schwer vorhersagen lassen. Das tägliche Handelsvolumen ist enorm, der Markt ist extrem transparent, und es ist nahezu unmöglich, die kurzfristig relevanten Variablen und politischen Entscheidungen richtig einzuschätzen und davon zu profitieren.

Auf lange Sicht spielen im FX-Markt einige bedeutende Einflussfaktoren eine Rolle. In einer Welt freier und integrierter Märkte könnte man annehmen, dass aufgrund des Wettbewerbsdrucks ähnliche Produkte letztendlich weltweit ungefähr denselben Preis haben – wäre das nicht der Fall, könnte man risikolose Gewinne erzielen, indem man sie dort kauft, wo sie am günstigsten sind, und dort verkauft, wo sie am teuersten sind.

ABBILDUNG 5: 2025 GLOBALE AKTIENRENDITEN

Ungesicherte globale Aktienmarkt-Gesamtrenditen in Basiswährung (%)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, MSCI

Inflation und Wechselkurse sind also durch die Idee der Kaufkraftparität (KKP) und das Gesetz des einheitlichen Preises miteinander verknüpft. Ein Vergleich der Kosten für einen ähnlichen Warenkorb von Gütern und Dienstleistungen zwischen zwei Ländern ist eine Möglichkeit, Abweichungen der Wechselkurse zu messen. Wenn ein ähnlicher Warenkorb in einem Land doppelt so viel kostet wie in einem anderen, muss der Wechselkurs zwischen den beiden Ländern um 50 % fallen, um den fairen Wert oder die Kaufkraftparität wieder herzustellen.

Das bedeutet, dass reale Wechselkurse, also Wechselkurse, die um Differenzen zwischen den Preisniveaus der einzelnen Länder bereinigt sind, als Bewertungsindikatoren herangezogen werden können. Würden Wechselkurse stets ihrem fairen Wert entsprechen, wären reale Wechselkurse konstant.

Reale Wechselkurse können bilateral (ein Land im Verhältnis zu einem anderen Land) oder multilateral (ein Land im Verhältnis zu einer Gruppe von Ländern, wobei die Gewichtung für Letzteres in der Regel den Anteilen dieser Länder am Handel des anderen Landes entspricht) berechnet werden.

So war beispielsweise die durchschnittliche Inflation in den USA seit 1900 mit 3 % pro Jahr niedriger als im Vereinigten Königreich mit 4 % pro Jahr. Die Preise im Vereinigten Königreich haben sich über einen Zeitraum von 120 Jahren im Vergleich zu denen in den USA mehr als verdreifacht (Abbildung 6). Das "Gesetz des einheitlichen Preises" impliziert, dass der US-Dollar (zum Ausgleich) proportional um den gleichen Betrag hätte steigen müssen. Der 'inflationbereinigte' Wechselkurs, der sich entsprechend dem Verhältnis der beiden Preisniveaus bewegt, entspricht im Wesentlichen dem derzeitigen GBP/USD-Wechselkurs (Abbildung 7).

Das setzt natürlich voraus, dass der Wechselkurs von Anfang an fair bewertet war. Absolute Masse für die Abweichungen von der Kaufkraftparität (ein allgemeiner "Big-Mac"-Index) werden von der OECD, dem IWF und anderen erstellt, allerdings nur für relativ junge Zeiträume: Vergleiche über längere Zeiträume sind schwierig. Auf sehr lange Sicht jedoch können die kumulierten Inflationsunterschiede (z. B. zwischen den USA und dem Vereinigten Königreich) jedes anfängliche Ungleichgewicht in den Schatten stellen.

ABBILDUNG 6: INFLATIONSINDIZES

Januar 1900 bis Dezember 2025 (Index, log. Skala)

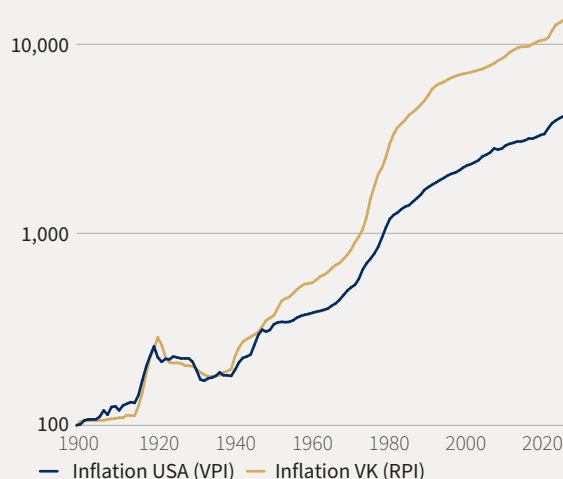
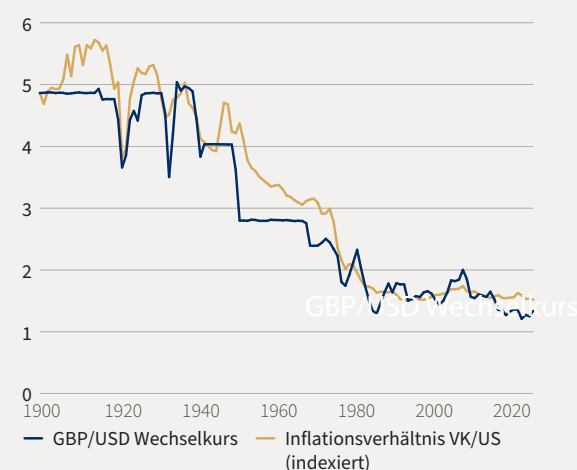


ABBILDUNG 7: BILATERALER DEISENKURS

Januar 1900 bis Dezember 2025



Quellen: Rothschild & Co, Shiller, Bank of England

Fussnote: Die Entwicklung war von einigen erheblichen Schwankungen geprägt – nicht zuletzt, weil die Währung während des Grossteils dieses Zeitraums gekoppelt war und es nur periodische "Aufhol"-Abwertungen gab

Solche Bewertungen können immer nur ungenau sein. Es ist möglich, dass eine Währung relativ zu ihrem (sagen wir) 10-Jahres-Trend teuer, aber relativ zur absoluten Kaufkraftparität billig ist. Das Pfund Sterling fällt wahrscheinlich auch in diese Kategorie. Der Yen hingegen scheint sowohl tendenziell als auch absolut gesehen im Verhältnis zur Kaufkraftparität günstig zu sein, während der Schweizer Franken unter beiden Gesichtspunkten wahrscheinlich teuer ist (Abbildung 8).

Darüber hinaus können alle möglichen anderen Dinge die Währungen von ihrem fairen Wert wegbewegen - sowohl kurzfristig als auch langfristig.

Dabei können insbesondere die Carry-Kosten, also die Zinsdifferenz zwischen zwei Ländern, eine Rolle spielen. Aus solchen Differenzen entstehen im Markt Terminwechselkurse und die Entwicklungen der Erwartungen hinsichtlich der Zinssätze können sich auch auf die Kassakurse auswirken. Langfristig spiegeln Zinsunterschiede weitgehend unterschiedliche Inflationsraten und damit die Bedeutung der Kaufkraftparität wider.

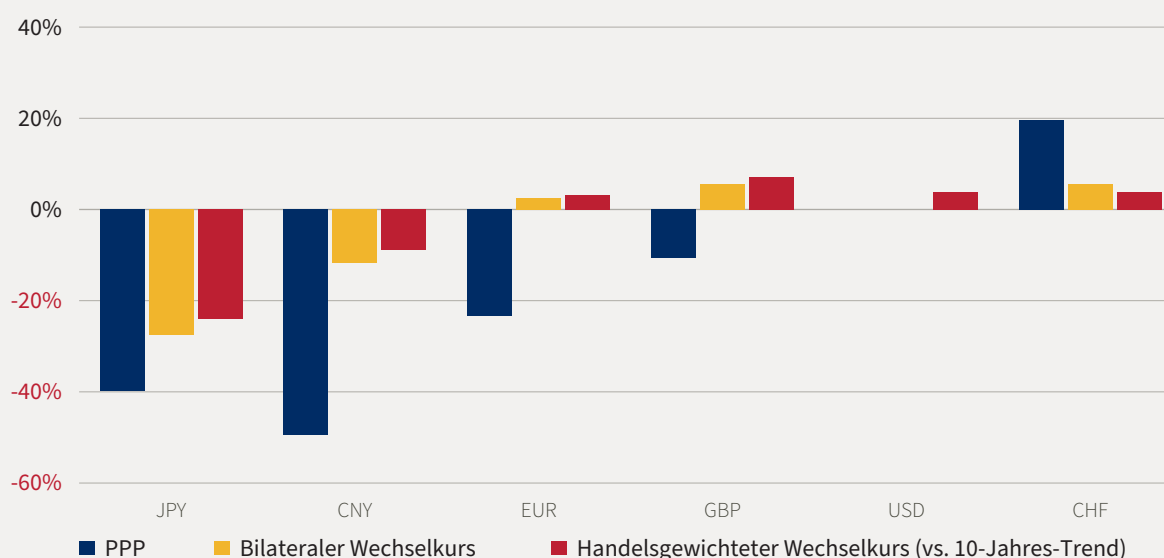
Darüber hinaus können Zahlungsbilanzen, die Attraktivität lokaler Aktienmärkte, die generelle Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und natürlich Kapital- und Währungskontrollen die Entwicklung der Wechselkurse beeinflussen und Abweichungen vom durch die Kaufkraftparität vorgegebenen Niveau verursachen.

WIE ALSO SIEHT DIE RICHTIGE WÄHRUNGSSALLOKATION AUS?

Wenn also kurzfristige Währungsschwankungen nicht mit Sicherheit vorhergesagt werden können, sollten wir uns dann grundsätzlich gegen unerwünschte Währungsentwicklungen schützen (also absichern)?

Anleger bewerten ihre Anlagerenditen auf Grundlage der Währungen, die für sie im Tagesgeschäft am wichtigsten sind. Die persönlichen Umstände unterscheiden sich natürlich: Ein echter Weltbürger, also ein globaler Kunde, der verschiedene Währungen nutzt, hat wahrscheinlich eine andere Perspektive als ein Kunde, der nur im Land bleibt und beispielsweise nur Pfund Sterling oder Schweizer Franken ausgibt.

ABBILDUNG 8: AUSGEWÄHLTE "REALE" WECHSELKURSBEWERTUNGEN IN RELATION ZUM US-DOLLAR (%)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, OECD, Citi

Bei den meisten ausgewogenen (d. h. Multi-Asset-)Portfolios ergibt sich das Währungsrisiko aus den Aktien. Anlagen, die der Diversifizierung dienen, wie beispielsweise Anleihen, werden normalerweise in Landeswährungen gehalten: Diversifizierungsinstrumente in Fremdwährungen sind mit anderen Risiken verbunden, was ihre Eignung beeinträchtigt. Das Währungsrisiko einer hochverzinslichen Auslandsanleihe beispielsweise bedeutet, dass sie kein "sicherer Hafen" ist - die Kosten einer Absicherung dieses Risikos würde die höhere Rendite, die ihren Reiz ausmacht, zunichte machen.

Bei vielen Kapitalbeteiligungen ist eine internationale Ausrichtung unvermeidlich. Das zugrunde liegende Währungsrisiko besteht nicht nur in US-Dollar - selbst wenn er die Berichts- oder Nennwährung ist - sondern in einer breiteren Mischung, die oft nicht bekannt ist (die Lieferketten und Absicherungsstrategien von Unternehmen sind keine berichtspflichtigen Posten). Um die Sache noch komplizierter zu machen, kann beispielsweise ein schwächerer US-Dollar den Dollarwert der internationalen Gewinne US-amerikanischer Unternehmen in die Höhe treiben, wodurch ihre Aktienkurse oft steigen: Der Wert von US-Aktien für ausländische Eigentümer mag zwar sinken, jedoch weniger stark als der US-Dollar.

Folglich kann es keine perfekte, exakte Absicherungsstrategie geben: Die Währung, in der die Anlagen denominated sind, hat sicherlich nicht das letzte Wort. Denken Sie zum Beispiel an eine britische Ölgesellschaft - oder fast jedes grosse Unternehmen mit Sitz in der Schweiz.

Auch der Einsatz von Devisentermingeschäften (eine häufig verwendete Strategie auf Derivatbasis, bei der der Käufer einen bestimmten Wechselkurs zu einem zukünftigen Zeitpunkt festlegt) kann mit erheblichen Kosten und zeitlichen Überlegungen verbunden sein. Kurzfristig kann sich die relative Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungen, eingebettet in diesen vereinbarten "Terminkurs", als implizite Subvention (positiver Carry) oder als Kosten (negativer Carry) auswirken. Der Renditeunterschied zwischen einem abgesicherten und einem nicht abgesicherten Aktienportfolio kann nach Berücksichtigung solcher Absicherungskosten relativ gering sein (Abbildung 9).

Es gibt jedoch einige Ausnahmen. Der Schweizer Franken scheint sogar auf längere Sicht von seiner Inflationsentwicklung abzuweichen - der reale Wechselkurs des Frankens zum Beispiel ist langfristig eher gestiegen. Der Vorteil, den die Schweizer Anleger aus der Vermeidung von Währungsabwertungen ziehen, wird jedoch durch die Zinskosten für die Aufrechterhaltung von Währungsabsicherungen wieder wettgemacht.

ABBILDUNG 9: GLOBALE AKTIENRENDITEN 1973–2024

Ungesicherte versus währungssichere Portfolios

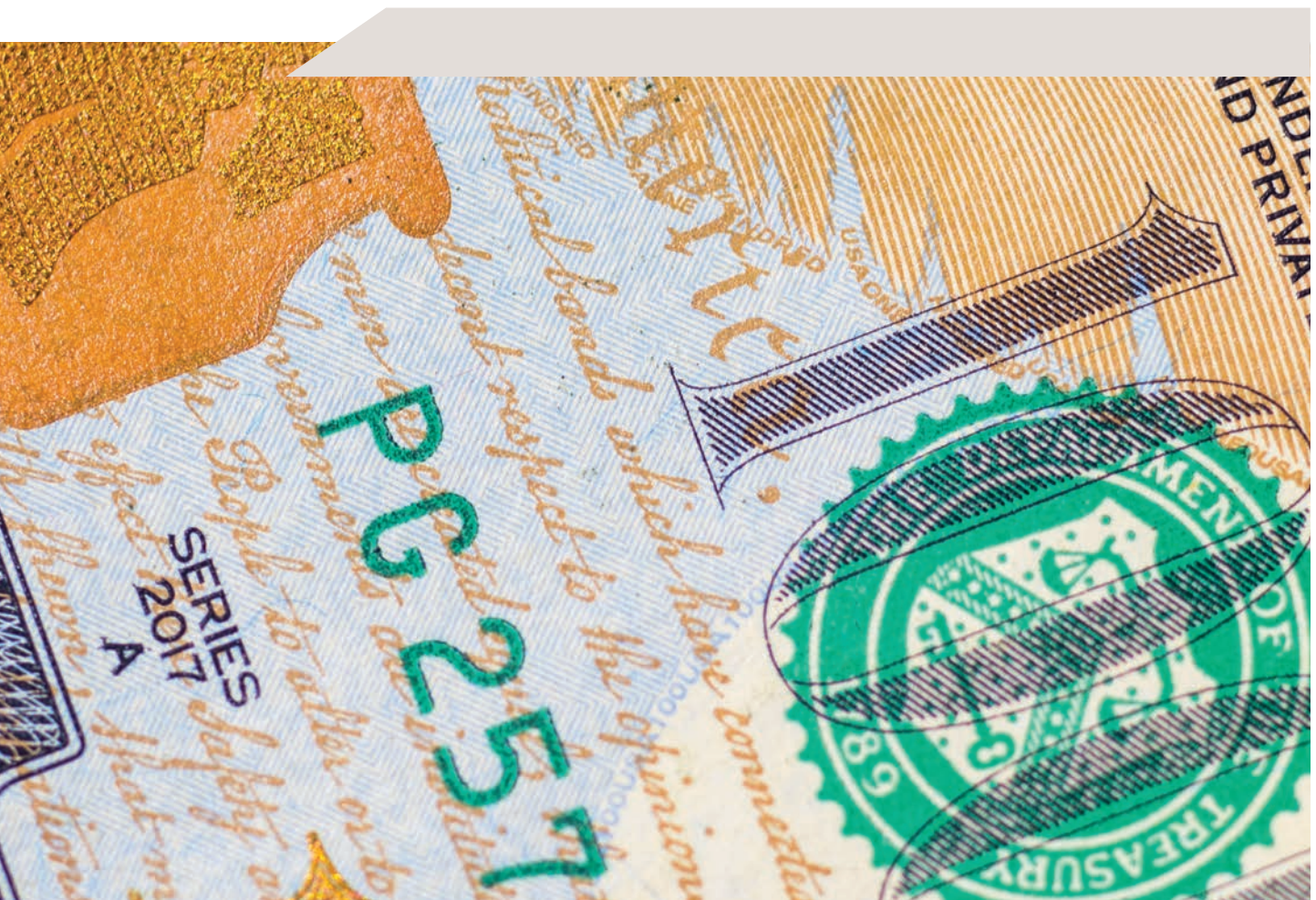
	Basiswährung						
	GBP	USD	EUR	CHF	JPY	AUD	CAD
Lokale Rendite	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Ungesicherte Rendite	11,6	10,1	10,3	7,4	9,0	11,9	10,9
Gesicherte Rendite	11,9	10,0	9,6	8,3	8,4	12,7	11,2
Währungseffekt (ungesichert)	1,5	0,0	0,2	-2,7	-1,1	1,8	0,8
Zinseffekt (gesichert)	1,8	-0,1	-0,5	-1,8	-1,7	2,6	1,1
Ungesichert vs. Gesichert	-0,3	0,1	0,7	-0,8	0,6	-0,8	-0,3

Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Anmerkung: Annualisierte Renditezerlegung für abgesicherte und nicht abgesicherte globale Aktienrenditen für ausgewählte entwickelte Markt-Anlegerwährungen

Währungsabsicherungen und Overlays können daher kostspielig und schwer zu realisieren sein. In den meisten Fällen ist die zugrunde liegende Volatilität der Aktienkurse in lokaler Währung deutlich höher als die Volatilität der Wechselkurse. Wenn wir eine Investition aus lokaler Sicht für attraktiv halten, übersteigen die erwarteten langfristigen Erträge das wahrscheinliche Währungsrisiko meist um ein Vielfaches.

All das sollte Anleger aus der Schweiz, der Eurozone und dem Vereinigten Königreich bei Betrachtung der jüngsten nicht abgesicherten globalen Aktienrenditen nicht beruhigen. Derzeit sind wir aus unserer Makroperspektive zwar der Ansicht, dass die Schwäche des Dollars eher taktischer als strategischer Natur ist, glauben jedoch, dass die relative Attraktivität US-amerikanischer Aktien im Jahr 2026 aufgrund der höheren Bewertungen und des hohen Anteils an KI-bezogenen Titeln nachgelassen hat. Einige Wechselkursrisiken und auch ihr Gegenstück, nämlich das Bedauern, das durch die Absicherung einer sich erholenden Währung verursacht wird, sind jedoch wahrscheinlich ein unumgänglicher Teil jeder Anlage.



Eine andere Neue Welt

“... so zu tun, als sei die Suche nach einer weiteren neuen Welt das Verbrennen meiner eigenen Welt wert gewesen...” - Josh Ritter

Am 3. Januar nahm die US-Regierung den Präsidenten Venezuelas fest, nur wenige Wochen nachdem sie eine Nationale Sicherheitsstrategie veröffentlicht hatte, die eine Neuausrichtung der US-Interessen auf die eigene Hemisphäre anzudeuten schien. Am 18. Januar drohte Präsident Trump mit der Einführung von Zöllen, um seinen Anspruch auf Grönland durchzusetzen, den er wenige Tage später in Davos auf Island ausweitete. Unterdessen stieg die innenpolitische Temperatur nach den düsteren Ereignissen in Minnesota weiter an.

Es ist klar, sagte ein anderer Redner in Davos, dass wir vor einer neuen Weltordnung stehen, und andere Länder - und vermutlich auch Anlageberater - müssen sich Gedanken darüber machen, was das für sie bedeuten wird.

Vielleicht auch nicht - noch nicht. Und selbst wenn das der Fall sein sollte, sind die wirtschaftlichen und finanziellen Folgen noch lange nicht abzusehen.

Die Vorstellung von einer neuen Welt, einem Paradigmenwechsel, ist im aktuellen Zeitgeschehen ein gängiges Schlagwort. Wenn wir neben den angeblichen geopolitischen Veränderungen auch die berichteten “grossen Veränderungen” in der Finanz- und Wirtschaftswelt berücksichtigen, haben wir im letzten Vierteljahrhundert folgende angebliche Umwälzungen miterlebt:

- 2000** – Die Dotcom-Neue-Welt; die Abschaffung der Knappheit.
- 2006–07** – Die CDS/CDO-Neue-Welt; die Zählung des Kreditrisikos.
- 2008** – Die BRIC/150-Dollar-pro-Barrel-Neue-Welt; ein Rohstoff-Superzyklus.
- 2009** – Die Post-GFC-Neue-Welt; der Beginn des Niedrigrendite-Investierens.
- 2010** – Die deflationäre Neue Welt; das Ende der Zinssätze.
- 2012** – Die Post-PIIGS-Neue-Welt; unbeherrschbare Staatsverschuldung.
- 2015** – Die Neue Welt der rivalisierenden Großmächte; eine Wiederauflage der Thukydides-Falle.
- 2016** – Die M5-Brexit-Trump-Neue-Welt; eine populistische Revolution.
- 2017** – Die protektionistische Neue Welt; das Ende der Globalisierung.
- 2017** – Die Krypto-Neue-Welt; die Epoche der dezentralen Finanzen.
- 2019** – Die ESG-Neue-Welt; das Ende des Shareholder-Value-Prinzips.
- 2020** – Die postpandemische Neue Welt; das Ende des Business as Usual.
- 2022** – Die inflationäre Neue Welt; die Rückkehr des Business as Usual.
- 2025** – Die KI-Neue-Welt; die Singularität.

und jetzt ...

- 2026** – Die Trump-II-Neue-Weltordnung; der Beginn eines kompromisslosen US-Eigeninteresses.

Unsere Leser können die Liste ergänzen. In jedem Fall wurde uns versichert, dass sich die Welt dauerhaft verändert hat. In jedem der Fälle war es nicht so, wobei man fairerweise sagen muss, dass es zu den Themen KI und neue Weltordnung noch keine abschliessende Meinung gibt.

War die herrschende Meinung schon immer so unbeständig, so launisch? Oder sehen wir hier das Ergebnis der schnelleren Kommunikation und des grösseren Medienwettbewerbs? Die Vorstellung, dass wir in “aussergewöhnlichen Zeiten leben”, ist nicht neu, sondern ein altbekannter Denkfehler, der eng mit der irrtümlichen Annahme verbunden ist, dass “die Zukunft noch nie so ungewiss war wie heute”. Vielleicht gab es früher jedoch nicht so viele Gelegenheiten, solchen Gedanken nachzugehen.

Das mag alles sein - der entscheidende Punkt für Anleger ist jedoch (entschuldigung für die Wiederholung), dass man solche Aussagen in der Regel mit Vorsicht geniessen sollte. "Nicht einfach etwas tun – sondern einfach stehen bleiben". In der Tat.

Laut diesem jüngsten angeblichen Paradigmenwechsel soll sich eine Nachkriegswelt, in der ein kollektivistischer "Osten" (China, Russland, Nordkorea, Kuba) einem individualistischen "Westen" (Europa und die USA) gegenüberstand, unter Präsident Trump angeblich in eine Welt des "Ostens", "Amerikas" und "Europas" verwandeln. (Natürlich ist dies eine starke Vereinfachung, da viele Länder nicht eindeutig zu einem dieser Blöcke zugeordnet werden können und sich ein Grossteil des Kollektivismus wieder umgekehrt hat).

Aus dieser Betrachtung könnte ein passionierter Analyst der Geopolitik aus einem relativ berechenbaren, stabilen Zweikörperproblem ein potenziell chaotisches Dreikörperproblem konstruieren (ähnlich wie in der Physik der Gravitationsanziehung, wo das Hinzufügen eines zusätzlichen Körpers Unbestimmtheit und das Fehlen einer eindeutigen Lösung zur Folge hat). Das könnte tatsächlich eine neue Welt für ihn sein.

Die Welt des Investierens setzt sich jedoch, wie wir immer wieder feststellen, aus vielen, vielen beweglichen Teilen zusammen. Sie ist immer potenziell chaotisch und unbestimmt - die Existenz mehrerer oder keiner Lösungen ist hier immer leicht vorstellbar. Es ist auch eine unpersönliche Welt: Viele der Dinge, die uns als Wähler und Bürger beschäftigen, haben keinen direkten Einfluss auf die Weltwirtschaft oder die Diskontsätze (der Welthandel beispielsweise ist Ende 2025 anscheinend noch immer solide gewachsen). Unsere Welt steht also vielleicht nicht vor einem solchen Wandel - wenn sich die geopolitische Weltordnung überhaupt verändert hat.

Denn - wie oben angedeutet - ist das vielleicht nicht passiert. Wir sagen es hier nicht zum ersten Mal, und es bedeutet nicht, dass wir Fans sind - Donald Trump setzt Worte anders ein als andere Personen des öffentlichen Lebens. Er spricht wichtige Themen an, allerdings kann man seine Kommentare nicht immer für bare Münze nehmen. Er kann provokativ, launisch und wankelmütig sein – man kann fast sehen, wie er am Rednerpult in Davos darüber nachdenkt, wie weit er seine Argumentation ausreizen kann, um sein Publikum bestmöglich zu irritieren. Und vor allem das europäische Publikum reagiert schnell empfindlich.

Politikwissenschaftler, die sich den Kopf über das Ende der "regelbasierten Ordnung" zerbrechen, machen sich möglicherweise vorschnell Sorgen. Sie haben uns damals auch nicht gesagt, dass wir gerade die "gute alte Zeit" erleben.

Wir lesen, dass Donald Trumps Amerika offenbar weiterhin mit dem Nahen Osten zusammenarbeitet und dass seine Zölle – wenn er sich denn endlich für ihre Höhe entschieden hat – keineswegs feste Grössen in einer neuen autarken und isolierten Welt sind (und wenn diese Welt tatsächlich so selbstversorgend ist, warum ist der Welthandel dann noch nicht stärker davon betroffen?). Die Zwischenwahlen im November könnten seine Autorität einschränken, und die Demokraten könnten bis 2028 doch noch einen glaubwürdigen Präsidentschaftskandidaten finden – wobei Trump ohnehin nicht mehr kandidieren kann.

Sicherlich werden nicht alle "Paradigmenwechsel" Luftnummern sein. Aber wenn sich die Weltordnung, falls es so etwas überhaupt gibt, ändert, werden wir das vielleicht nicht zuerst in unseren Lieblingszeitungen, -magazinen und -podcasts davon lesen oder hören. Und andere Dinge könnten weiterhin wichtiger sein.

Die Schlussfolgerung? Unsere Portfolioberatung konzentriert sich auch weiterhin mehr auf den sich entwickelnden Konjunkturzyklus – mit besonderem Augenmerk auf den Ausblick für die Zinssätze und das mit KI verbundene Gewinnwachstum – als auf diese neueste Meldung über eine neue Welt. Es wird dann sowieso bald eine andere kommen.



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 Wechselkurschwankungen 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).