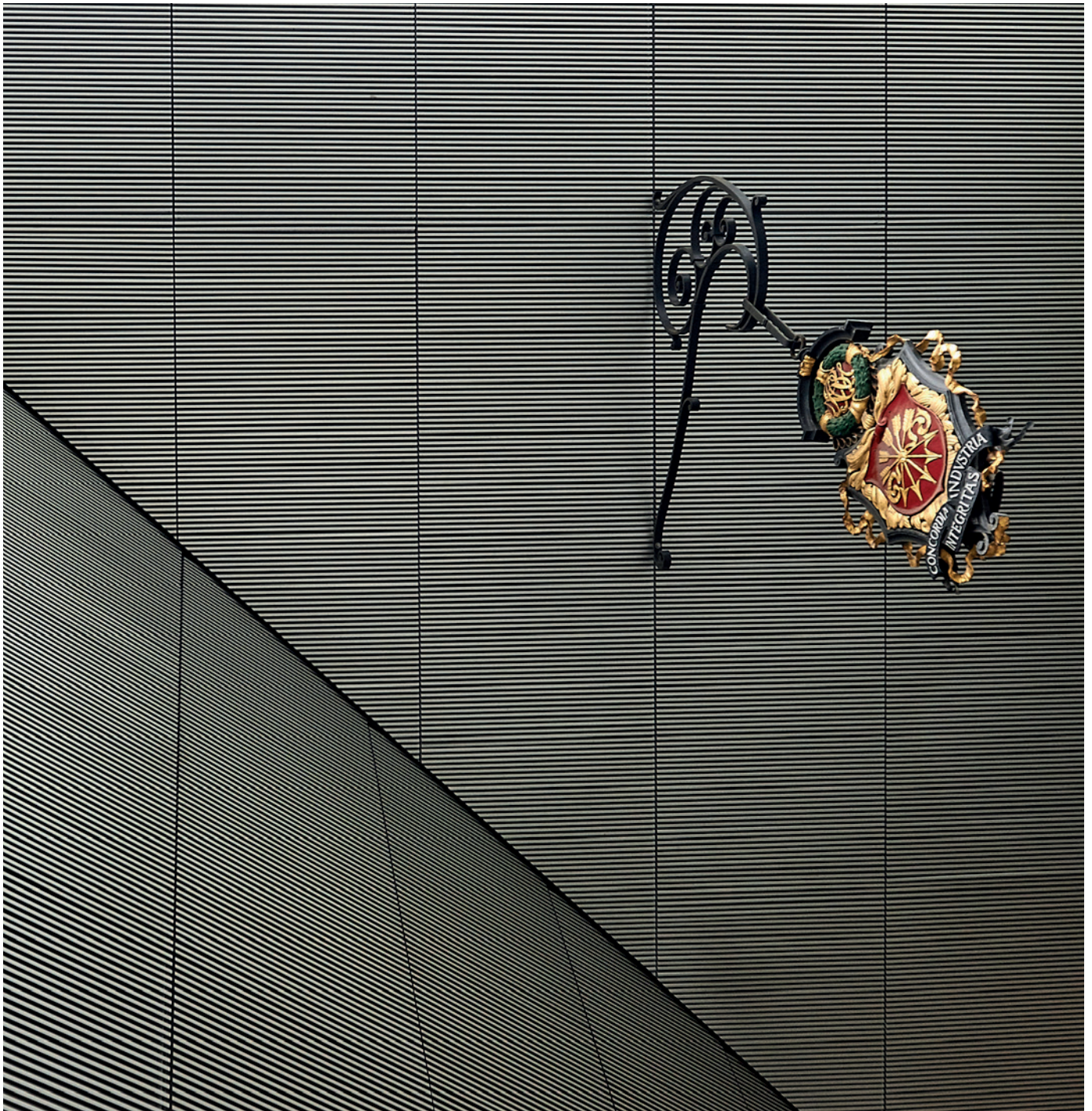


# Marktausblick



„Keeping at it“ | Schulden sind nicht das Ende

Ausgabe 96 | Februar 2019



# Vorwort

Der Stimmungsumschwung könnte kaum extremer sein: Auf den schlechtesten Dezember an den US-Aktienmärkten seit 1931 folgte der beste Januar seit 1987. Auch wenn wir die Reaktion der Aktienmärkte Ende 2018 für übertrieben hielten – eine derart schnelle Erholung hätten wir nicht erwartet.

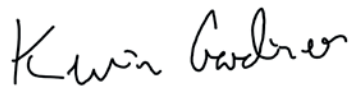
Angesichts der gegenwärtigen Bewertungen sind nach wie vor langfristige Renditen oberhalb der Inflationsrate möglich. Doch das wird mit zunehmend reifem Zyklus schwieriger. Fast genau zehn Jahre nach dem Tiefpunkt der globalen Finanzkrise ist der wahrscheinliche Spielraum nun kleiner, als er es im letzten Jahrzehnt war.

Wenngleich die Weltwirtschaft nicht einbricht, hat sie sich gegenüber ihrem unerwarteten synchronen Höhenflug vor etwas mehr als einem Jahr verlangsamt. Die Daten der Eurozone gehören weiter zu den schlechtesten, doch dafür könnten einige temporäre Faktoren verantwortlich sein. Gleichwohl müssen die Gewinne der Unternehmen stärker zurückgehen als das Wirtschaftswachstum. Und das könnte den Anlegern Sorgen bereiten, bis klar ist, dass kein tiefes Abgleiten in die Rezession droht.

Die US-Notenbank hat bei ihrer Zinsnormalisierung überraschend schnell eine Pause eingelegt. Die Aktien- und Anleihenmärkte erhalten hierdurch auf kurze Sicht ohne Frage Auftrieb. Wir fragen uns, ob die Fed besser daran getan hätte, an ihrem ursprünglichen Fahrplan festzuhalten. Während Aktien angemessen bewertet scheinen, muten US-Anleihen inzwischen wieder etwas teuer an. Die meisten europäischen Staatsanleihen waren durchweg unglaublich teuer bewertet.

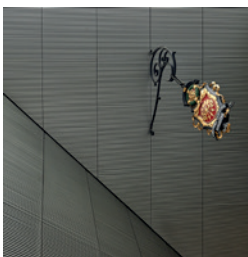
Dass die Volkswirtschaften längerfristig weiterhin einen Vertrauensvorschuss verdienen, liegt unter anderem daran, dass wir die strukturellen Sorgen für übertrieben halten. Das gilt auch mit Blick auf die Schulden, die Gegenstand unseres zweiten Beitrags sind.

Die geopolitischen Risiken, darunter der Handelszwist zwischen den USA und China, *die Proteste der Gelbwesten* und der Austritt Grossbritanniens aus der EU, bleiben hoch, aber beherrschbar. Das dürfte selbst bei einem ungeordneten Brexit so bleiben, auch wenn wir nach wie vor hoffen, aber kaum noch davon ausgehen, dies nicht herausfinden zu müssen.



**Kevin Gardiner**

Global Investment Strategist  
Rothschild & Co Wealth Management



Titelblatt:  
Ein auffälliges Symbol des Erbes und der Werte unseres Geschäfts ist das Wappen der Familie Rothschild, das sich an der Aussenwand unseres Büros in New Court in der St Swithin's Lane in London befindet. Die fünf Pfeile und das Familienmotto sind der einzige Hinweis auf das Unternehmen.

© 2019 Rothschild & Co Wealth Management  
Erscheinungsdatum: Februar 2019.  
Stand der Daten: 31. Januar 2019.  
Quelle für Grafiken und Tabellen:  
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

# „Keeping at it“

Stabile Preise, robuste Liquidität, gute Governance.

*Keeping at it* ist der Titel der kürzlich erschienenen Memoiren von Paul Volcker, dem herausragenden Zentralbanker der modernen Zeit. In seiner Zeit als Vorsitzender der US-Notenbank von August 1979 bis Juli 1987 gelang es ihm, nach den Inflationsexzessen der 1970er-Jahre wieder Vertrauen in die US-Geldpolitik herzustellen.

Zu Beginn seiner Amtszeit bewerkstelligte Volcker eine Verschärfung der Geldpolitik, in deren Rahmen der reale Leitzins in weniger als zwei Jahren von -1% auf 9% stieg. Das war schmerzlich, aber die Fed blieb tatsächlich „bei der Stange“.

Weil er nur zu genau wusste, wie wichtig eine unabhängige US-Notenbank ist, liess er sich auch nicht beirren, als der damalige Stabschef von Ronald Reagan, James Baker, 1984 in Reagans Anwesenheit erklärte: „Der Präsident befiehlt Ihnen, die Zinsen vor der Wahl nicht zu erhöhen.“ Volcker beschrieb diesen Vorfall so: „Was ist zu sagen? Was ist zu tun? Ich verliess den Raum kommentarlos.“

Selbst nach seinem Rückzug aus der Öffentlichkeit stieg Volckers Ansehen weiter. Unter anderem war er Vorsitzender mehrerer bedeutender internationaler und inländischer Ausschüsse. Die nach ihm benannte „Volcker Rule“ floss in die Dodd-Frank-Bankreformen ein. In seinen Memoiren greift er den Glauben seines Vaters an die „drei Wahrheiten“ – stabile Preise, robuste Finanzen und gute Governance – auf.

Mein Lieblingszitat, in dem Volcker auf den gegenwärtigen Konjunkturzyklus anspielt, lautet: „Es werden Sorgen laut, wonach die

Verbraucherpreise zu langsam steigen – und das nur weil sie rund einen Viertel Prozentpunkt unter dem Ziel von 2% liegen! Könnte das etwa ein Signal sein, die Geldpolitik zu ‚lockern‘ oder zumindest die Verschärfung selbst bei Vollbeschäftigung aufzuschieben? Das wäre ohne Frage Unsinn. Wie kann es sein, dass Zentralbanker der Versuchung erliegen, winzigen Veränderungen in einer einzigen Statistik mit all ihren inhärenten Schwächen solches Gewicht beizumessen?“

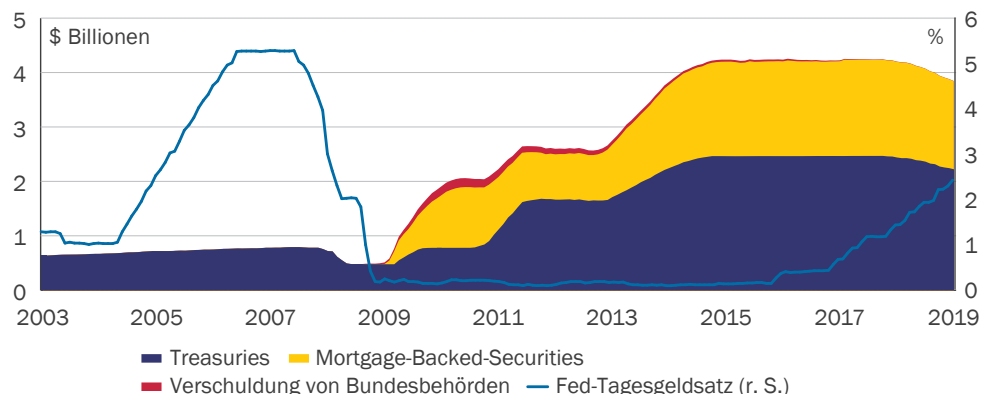
Das Buch mutet etwas nostalgisch an. Es stellt sich die Frage, ob das öffentliche Ethikbewusstsein früher so viel besser oder einfach nicht so leicht zu durchschauen war. Im Übrigen ist Trump laut Volcker nicht der erste US-Präsident, der die Fed einschüchtern will. Doch nach meinem Dafürhalten ist Volcker auf der richtigen Seite. Hoffen wir also, dass sich der gegenwärtige Fed-Chef zumindest als halb so gut entpuppt.

Zwischen den Amtszeiten von Jerome Powell und Volcker bestehen – neben den Angriffssalven des Weissen Hauses – gewisse Ähnlichkeiten. Genau wie seinerzeit bei Volckers Amtsantritt waren die Realzinsen historisch niedrig, wenn auch zugegebenermassen aus anderen Gründen. Und genau wie damals steht die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik wieder auf dem Prüfstand.

Vor diesem Hintergrund ist die im Januar bekundete Haltung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank (FOMC) etwas irritierend. Als sich Powell im Dezember dem Wunsch des US-Präsidenten und der Märkte nach geldpolitischer Milde widersetzte, erhielt er Applaus von allen

## Abbildung 1: Job noch nicht erledigt: Normalisierung der Geldpolitik

Fed-Bilanz und Zinsen



Quelle: Bloomberg, Federal Reserve, Rothschild & Co  
Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

Seiten. Inzwischen sind die Konjunkturzahlen – soweit sich das vor dem Hintergrund des Regierungsstillstands, der handelsbezogenen Lagerbestände und der übergreifenden Marktstimmung beurteilen lässt – nicht wesentlich schlechter. Und doch betreibt die Fed eine neutrale Zinspolitik und erwägt sogar, die Schrumpfung der Bilanz einzustellen. Bleibt man so „bei der Stange“? Nicht wirklich.

Dass die Fed ihren Bilanzabbau überdenkt, überrascht uns besonders. Ins Feld geführt wird, dass Banken heutzutage dauerhaft höhere Reserven bei der Fed benötigen und dass eine gesenkte Liquidität den Markt für hypothekebesicherte Wertpapiere (Mortgage-Backed-Securities) geschädigt habe, insofern dies mit ungewöhnlich niedrigen vorzeitigen Tilgungen einherging und die Wohnkosten unverhältnismässig stark stiegen. Doch wenn ein monatlicher Liquiditätsabfluss von (bis zu) 50 Mrd. USD für die US-Wirtschaft zu viel ist – was einer Schrumpfung der 4.5 Bio. USD schweren Fed-Bilanz seit Mitte 2017 um rund 10% entspricht –, haben wir das Gesamtbild falsch ausgelegt.

Wir können es nicht ganz nachvollziehen, dass sich die US-Notenbank dem politischen Druck beugt. Möglicherweise hat sie aus schwächeren Zahlen und aufgrund der Bilanzschrumpfung vorschnell ein höheres Rezessionsrisiko abgeleitet, als derzeit von uns auszumachen. Ebenso ist denkbar, dass sie zu sehr auf die Prognosekraft der Finanzmärkte (Ende 2018) vertraut.

Der Fed ist es gelungen, unruhige Märkte zu stabilisieren. Doch die kurzfristige Ruhe könnte trügerisch sein. Langfristige Anlagen erfolgen am besten mit Blick auf einen realistischen Abzinsungssatz. Doch bei einem realen Tagesgeldsatz der US-Notenbank von rund 0,5% liegt dieser in weiter Ferne.

Wir schreiben nicht das Jahr 1979. Das Inflationsrisiko ist wesentlich niedriger als zu Volckers Zeiten. Doch auch die Bedrohung für den Arbeitsmarkt könnte gering sein. Als Anleger kommen wir uns ein bisschen vor wie schuldbeladene Eltern, die ihr schreiendes Kind mit Süssigkeiten ruhigstellen. Wir wollen unsere Ruhe haben, aber langfristig tun wir der Gesundheit unseres Kindes damit keinen Gefallen.

---

## Schulden sind nicht das Ende

Schulden. Kleine Ursache, grosse Wirkung.

Schulden bewirken ohne Frage eine Veränderung der Persönlichkeit, machen sie doch hochgebildete Ökonomen zu abergläubischen Erbsenzählern. Positiv ist, dass die Wirklichkeit komplexer ist als die landläufige Meinung.

Dass Schulden Angst machen, hat mit ihrer Unumstösslichkeit zu tun. Ändern sich die Umstände, kann die Schere zwischen Schulden und dem schwindenden Einkommen der Schuldner in alarmierender Weise auseinandergehen. Eine solche Verschuldung kann unerträglich werden. Und bei 7 Milliarden Einwohnern auf diesem Planeten mit unzähligen Unternehmen und vielen Regierungen kann der Schuldenberg gigantische Ausmasse annehmen.

### Eine Analyse

Schulden können für Familien, Unternehmen und kleine Länder eine lebensverändernde Belastung darstellen. Doch die simple Addition aller Verbindlichkeiten, so wie von manchen Gelehrten praktiziert, ist nicht besonders sachdienlich.

Für jeden Kreditnehmer gibt es einen Kreditgeber. Da die von uns untersuchte Gruppe grösser wird, setzt eine gegenseitige Neutralisierung ein. Die Welt kann kein Nettoschuldner sein, denn wir können uns schliesslich nichts vom Himmel leihen. Wenn sich der Durchschnittsbürger X USD geliehen hat, muss auch so viel verliehen worden sein (die genaue Höhe von X ist umstritten, siehe unten).

In vergleichbarer Weise mag es nicht zweckmässig sein, die Schulden von Unternehmen, Staaten und Banken zur Verschuldung der Privathaushalte hinzuzuzählen. Wir besitzen gemeinsam Unternehmen und die Banken, von denen wir uns Geld leihen. Unsere Regierungen wiederum leihen sich Geld von uns. In dieser Hinsicht ist eine Konsolidierung erforderlich.

Ebenso ist es nicht unbedingt sinnvoll, in emotionaler Weise von einer „Beleihung der Zukunft“ zu sprechen. Staatsanleihen können

uns überleben, werden jedoch denselben Generationen gehören, die Steuern zahlen werden. Ohne Frage lässt sich der Wirtschaft bleibender Schaden zufügen, wenn wir beispielsweise die Umwelt verschmutzen oder knappe Ressourcen aufbrauchen. Doch das ist ein anderes Thema.

### Schulden und Geld hängen häufig zusammen

Schuldner neigen dazu, ihr Geld auszugeben, und schnelles Schuldenmachen wird häufig mit höherem Wirtschaftswachstum assoziiert. Schulden sind aber kein „Produktionsfaktor“ bzw. kein essenzieller Input wie reale Dinge, etwa Arbeit, Kapital, Rohstoffe und Technologie es sind. Schulden erhöhen nicht die gesamte Kaufkraft, sondern bewirken eine Umverteilung, denn Kreditgeber können nun weniger ausgeben.

Anders verhält es sich, wenn es sich beim Kreditgeber um eine Zentralbank oder das Bankensystem insgesamt handelt, die buchstäblich Geld drucken können. Geld ist eine Schuld des Bankensystems, und unser Bargeld macht uns zu Bankgläubigern. An diesem Punkt wird es kompliziert. Geld zu drucken kann die Kaufkraft in der Tat vorübergehend erhöhen – zumindest bis die Menschen merken, dass sich nichts Reales verändert hat und das Geld selbst weniger wert sein muss. (Über den Zusammenhang zwischen Geld und Inflation wurde viel geschrieben.)

Kreditwachstum bringt nicht immer neues Geld hervor, so kann die Geldmenge auch durch andere Ursachen als die Kreditnachfrage steigen. Dass die Ausgaben durch die quantitative Lockerungspolitik nicht drastischer wuchsen, ist darauf zurückzuführen, dass sich die Verbraucher trotz der von den Zentralbanken generierten Liquidität nicht mehr Geld liehen.

### ... und Liquidität kann viel Gewicht besitzen

Schulden rühren sich nicht vom Fleck, aber Geld bewegt sich. Wird das umlaufende Geld durch Ausleihungen generiert, kann eine Unterbrechung dieses Prozesses die Liquidität verknappen und/oder die Zinsen nach oben treiben.

Als 2007 „die Quelle versiegte“ und einige grosse US-Institute plötzlich insolvent waren, zirkulierte kein Geld mehr. Das System kam zum Stillstand, und es setzte ein „Minsky-Moment“ ein (benannt nach einem Ökonomen, der sich mit solchen Risiken befasste).

Das System als Ganzes war aber nicht insolvent. Wie die meisten Krisen war auch die globale Finanzkrise eine Liquiditätskrise. Die Zahlungsfähigkeit spielte dabei nur eine untergeordnete Rolle. Um einen Ausweg aus der

Krise zu finden, wurde neues Geld geschaffen, allerdings nicht durch die Nachfrage nach privaten Krediten, sondern durch die Zentralbanken. In der Folge kam die Liquidität zurück.

Mit Ausnahme der leichtfertigsten Kredite – die Abschreibungen näherten sich 2 Bio. USD – verschwanden die Schulden allerdings nicht. Die Diskussion über eine unmittelbare Entschuldung war fehl am Platze, denn das System benötigte lediglich neue Liquidität und keinen Schuldenabbau. Demgemäss konnte die Weltwirtschaft wieder zur Normalität zurückkehren und ist nun, trotz weiter gestiegener Verschuldung, um zwei Fünftel grösser als vor der Krise. Ein gewisser Teil der geschaffenen Notliquidität wurde mit neuen Schulden erzeugt. Auch wenn das teilweise verrückt erschien – letztlich handelte es sich doch um eine Liquiditätskrise.

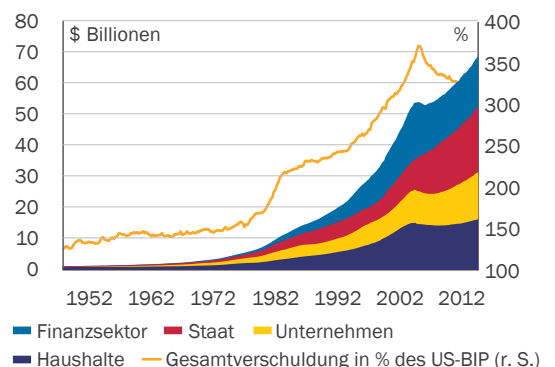
### Wohlstand impliziert grosse Bilanzen

Ein wachsendes Vermögen bedeutet, dass die Bilanzen verglichen mit den Einkommen grösser ausfallen. Eine solche Ausdehnung kann – um einen Ausdruck aufzugreifen – bisweilen „irrational exzessiv“ ausfallen, doch die unterliegende Position muss nicht unbedingt labil sein. Dass mehr und mehr Menschen in Schwellenländern Bankkonten eröffnen und sich Geld leihen, sollte uns zufrieden und nicht kritisch stimmen.

So mancher Weltverbesserer sehnt sich nach der Zeit zurück, in der das Geld direkt an Gold gebunden war und Banken weniger Geld verliehen. Doch das „goldene“ Zeitalter war eine Illusion, denn auch vor 1971 gab es Krisen, ganz zu schweigen davon, dass die Welt ärmer war. Die Aufhebung der Goldbindung zog keinen Anstieg des schuldenfinanzierten Wachstums

### Abbildung 2: Verschuldung der USA, 1952–2018

Absolut (in Bio. USD, l. S.) und als Anteil am BIP (% , r. S.)



Quelle: Federal Reserve, Datastream, Rothschild & Co  
Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

nach sich. Vielmehr führte das globale Wachstum das Ende des Goldstandards herbei. Gold war schlichtweg zu unflexibel, um mit der Entwicklung Schritt zu halten.

### Kreditwachstum: Alles ist relativ

Das *richtige* Schuldenniveau gibt es nicht. Im Übrigen ist nicht einmal bekannt, wie hoch die *tatsächliche* Verschuldung ist (siehe die nachfolgenden Zitate). Alle Schuldscheine zu identifizieren ist nicht einfach.

Häufig nehmen es die Nutzer mit den Daten nicht allzu genau. Diese Doppelzählung wird ignoriert. Das Volumen der Unternehmensschulden hängt davon ab, wer die Schulden zählt. Kreditanalysten betrachten häufig nur verschuldete Unternehmen. Und im Jahr 2010 überschätzten zwei Harvard-Professoren die relevante Auslandsverschuldung Irlands um den Faktor 10.

Steigen die Ausleihungen ohne Sicherheiten oder Einkommensaussichten unverblümt an, kann dies jederzeit wieder Konjunkturverwerfungen und in der Folge einen weiteren Minsky-Moment hervorrufen. China wird häufig als aktuelles Risiko betrachtet. Gleichwohl wird dessen Wirtschaft zum Grossteil vom Staat kontrolliert, der über umfassenden geld- und fiskalpolitischen

Handlungsspielraum verfügt. Die Bilanz Chinas ist nicht auf dieselbe Weise mit dem Rest der Welt verflochten wie einst die US-Bilanz im Jahr 2007.

Der IWF stellt in diesem Zusammenhang fest, dass die wohlhabenderen Länder die meisten Schulden machen. Damit entkräftet er gewissermassen seine eigene Panikmache. So finanzieren wohlhabende japanische Sparer den riesigen Staatsschuldenberg Japans bereitwillig gegen eine vernachlässigbare Verzinsung. Mit der wirtschaftlichen Stagnation des Landes hat der Schuldenberg indes reichlich wenig zu tun.

Die US-Verbraucher – und damit die wichtigsten Kunden der „Welt-AG“ und die ultimative „US-Instanz“ – haben insgesamt 16 Bio. USD Schulden – 2 Bio. USD mehr als Mitte 2007. Auch wenn die Verschuldung gegenüber dem BIP etwas gefallen ist, bleibt sie im historischen Vergleich hoch. Gleichwohl besitzen die Verbraucher 125 Bio. USD an Vermögenswerten, so ist ihr Nettovermögen mehr als fünfmal so hoch wie das US-BIP. Demgegenüber erscheint die Auslandsverschuldung der USA, rund die Hälfte des US-BIP, gering.

Dieses Vermögen ist nicht gleichmässig verteilt. Die Hauptsorge selbst ernannter Schuldenauguren gilt jedoch nicht der Verteilung, sondern den schlagzeilenträchtigen Bruttobeträgen.

Und eine schnell steigende Verschuldung kann, insbesondere wenn sie mit neuen Instrumenten und Marktsegmenten einhergeht, übermässiges Vertrauen widerspiegeln und in Umschwünge und Scherbenhaufen, ja sogar Minsky-Momente münden. Dass die Kreditvergabestandards gelockert werden und die durchschnittlichen Ratings fallen, so wie jüngst am Markt für Unternehmensanleihen, ist

### Einige Aussagen zu Schulden:

„Die globale Gesamtverschuldung stieg ... zum zweiten Quartal 2014 auf 199 Bio. USD bzw. 286% des globalen BIP.“ McKinsey, *Debt and (not Much) Deleveraging*, Februar 2015

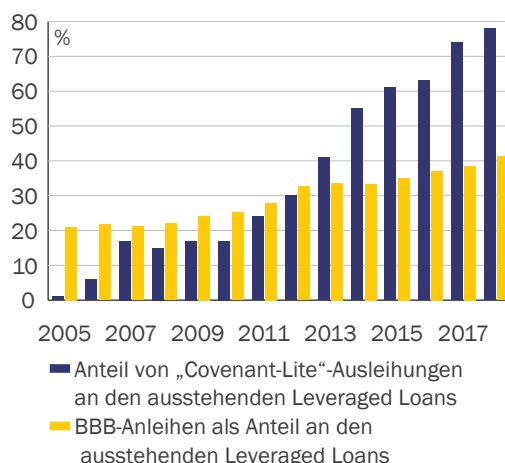
„Nominal hat die globale Verschuldung ein Allzeithoch von 184 Bio. USD erreicht. Das entspricht 225% des BIP im Jahr 2017. Pro Kopf liegt die weltweite Verschuldung nunmehr durchschnittlich bei über 86'000 USD. Das ist mehr als zweieinhalb Mal so viel wie das durchschnittliche Pro-Kopf-Einkommen... *Die am stärksten verschuldeten Volkswirtschaften weltweit sind ebenfalls die wohlhabenderen...*“ IWF-Blog, *New Data on Global Debt*, Januar 2019

„...Staatsschulden ermöglichen der gegenwärtigen Generation,... auf Kosten derer zu leben, die derzeit noch zu jung zum Wählen oder gar nicht geboren sind...“ Niall Ferguson, 2012

„Das Mantra des Schuldenmachens, über die eigenen Verhältnisse zu leben und anschliessend die Ausgaben unter dem eigenen Einkommen halten zu müssen, nimmt rasch Züge eines Selbstläufers an. Und das gilt für eine nationale Volkswirtschaft im gleichen Masse wie für eine Einzelperson.“ Ray Dalio, 2018

### Abbildung 3: Bonität nachweislich gesunken

Steigende „Covenant-Lite“-Ausleihungen und BBB-Gewichtungen



Quelle: S&P LCD, Bank of America Merrill Lynch, Rothschild & Co  
Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung.

beunruhigend (Abbildung 3). Eine Randgruppe hochverschuldeter Unternehmen könnte durchaus grösseren Schaden anrichten, während die Verschuldung im Private-Equity-Segment ein Ausmass erreicht hat, das selbst Marktteilnehmer als hoch erachten.

Auch die Komplexität im Finanzsystem ist selten eine positive Nachricht. Speziell verpackte, vielschichtige und besicherte Schuldpapiere sind wieder angesagt, erschweren es aber den Kreditgebern, die eingegangenen Risiken zu verstehen und die Papiere weiterzuverkaufen. Auch Kreditversicherungen sind kein Allheilmittel.

In Europa bedrohen faule Kredite des letzten Zyklus noch immer die Existenz bestimmter Banken. Einige Dollar-Schuldner aus Schwellenländern – allerdings nicht China, sondern andere, geringer diversifizierte Länder – erscheinen erneut anfällig für eine Erholung des US-Dollars und der US-Zinsen.

Doch in diesem Zyklus sind die Bankkredite nur langsam gewachsen, während niedrige Zinsen die Risiken weiter abmildern. Und wie bereits dargelegt, ist die strukturelle Lage nicht so instabil wie befürchtet. Schulden müssen nicht das Ende bedeuten.

### **Anlagerelevante Schlussfolgerungen**

Die Volatilität Ende 2018 war übertrieben, doch inzwischen haben sich die Aktienmärkte beträchtlich erholt. Der Zyklus ist nun weiter fortgeschritten, und die Gewinne haben nach dem durch Steueranreize bedingten Anstieg im letzten Jahr mittlerweile weniger Wachstumspotenzial. Auch die Wahrscheinlichkeit, dass die Kreditwürdigkeit der Unternehmen sinkt, hat zugenommen. Ganz anders als die meisten Anleihen sind Aktien unseres Erachtens weiterhin in der Lage, langfristige Erträge oberhalb der Inflationsrate zu generieren. Allerdings muss der Glaube an den Zyklus inzwischen schwächer sein, als er es in den letzten zehn Jahren (seit der globalen Finanzkrise) grösstenteils war.

- Wir betrachten die meisten Anleihen und liquide Mittel nach wie vor als Teil der Portfolioabsicherung und nicht als wahrscheinliche Quelle realer Anlageerträge.
- Die meisten Märkte für Staatsanleihen erscheinen teuer bewertet, insbesondere weil die US-Renditen gesunken sind und kaum für Inflations- und Durationsrisiken entschädigen. Nur wenige erstklassige Renditen liegen über den derzeitigen Inflationsraten.
- Wir bevorzugen erstklassige Unternehmensanleihen nach ihrer Rally nicht mehr gegenüber Staatsanleihen in den USA. In Europa, wo die EZB ihre Anleihenkäufe inzwischen eingestellt hat, haben sich die Spreads ausgeweitet (gegenüber wesentlich niedrigeren Renditen von Staatsanleihen).
- Wir bevorzugen Anleihen mit relativ niedriger Duration in der Eurozone und in Grossbritannien und nunmehr auch in den USA, obschon wir dort inflationsgeschützten Anleihen nach wie vor eine gewisse Attraktivität bescheinigen. Die Niveaus

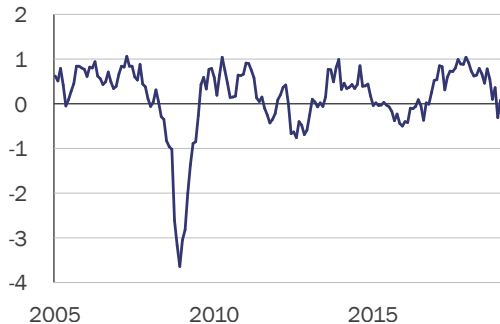
spekulativer Anleihen waren nach dem Abverkauf nicht attraktiv genug. Inzwischen haben die Märkte eine Rally verbucht, während wieder Anleihen platziert werden. Weiterhin spricht unseres Erachtens wenig dafür, Schwellenländeranleihen in Lokalwährung in Multi-Asset-Portfolios aufzunehmen.

- Wie bisher bevorzugen wir in den meisten Regionen – selbst in Grossbritannien, wo die grossen Indizes echt globaler Natur sind – Aktien gegenüber Anleihen. Doch nach ihrer Erholung machen wir durch den anhaltenden Gewinnrückgang und/oder eine Erholung der erwarteten US-Zinsen ein taktisches Risiko aus. Wir sind von wenigen Regionen überzeugt, glauben jedoch nach wie vor daran, dass die strukturelle Attraktivität der asiatischen Schwellenländer ungeachtet der Handelsspannungen intakt bleibt, während die Rentabilität in den USA hoch bleiben dürfte. Wie bisher favorisieren wir überwiegend eine Mischung aus zyklischem und langfristigem Wachstum, wenn auch das Pendel inzwischen mehr zu Letzterem umgeschlagen hat.
- Devisengeschäfte bieten Anlegern keinen systematischen Mehrwert, und unter den Hauptwährungen bestehen derzeit kaum deutliche Fehlbewertungen. Dass die US-Notenbank ihren Ton weiter abgemildert hat, hat dem US-Dollar zwar geschadet. Doch das Wirtschaftswachstum und ein höherer anfänglicher Carry dürften ihn beflügeln. Dagegen kämpft der Euro mit einem schleppenden Wachstum und einer noch gemässigeren Zentralbank. Auch wenn das Pfund kurzfristig unter den Brexit-Spannungen leidet, bleibt es eine überzeugende Währung und ist langfristig betrachtet in der Lage, selbst bei einem ungeordneten Brexit (letztlich) wieder in die Höhe zu schnellen.

# Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

## Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

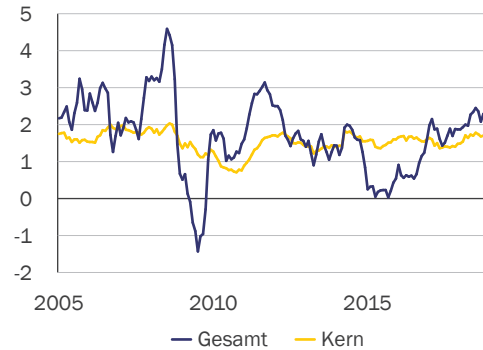
### Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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

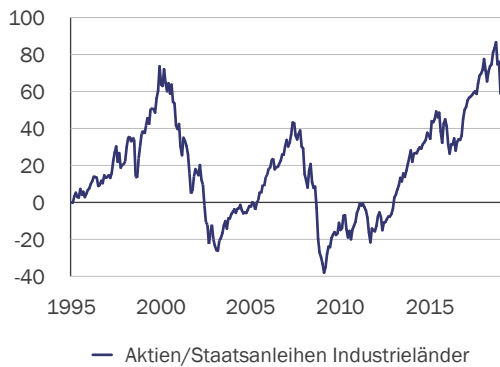
## G7 Inflation

### %, zum Vorjahr



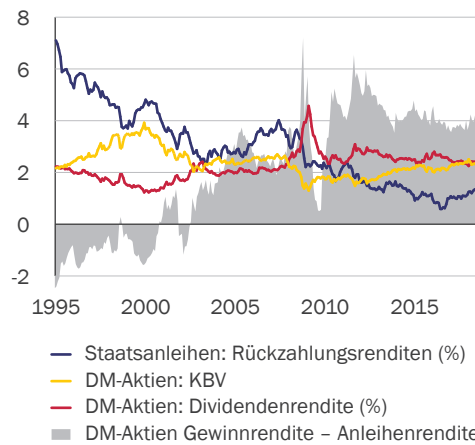
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

## Aktien/Anleihen – rel. Return-Index (%)



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

## Aktien/Anleihen – rel. Bewertungen



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

## Ausgewählte Anleihen

### Derz. Renditen, jüngste Renditen in Lokalwährung

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
10-J.-US-Treasury	2.6	3.9	2.0
10-J.-US-Gilt	1.2	4.2	8.3
10-J.-Bundesanleihen	0.1	5.6	4.4
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.2	3.1	0.9
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.0	1.4	1.6
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.9	3.6	8.6
Globale Anl.: Hochzins (USD)	6.7	0.9	28.8
EM (USD)	5.5	0.8	19.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.6	-4.9	36.6
DM	2.6	-4.3	35.6
EM	2.8	-9.7	45.6
US	2.0	-2.8	45.9
Eurozone	3.5	-10.1	16.3
GB	4.9	-3.6	28.9
Schweiz	3.2	-1.2	17.8
Japan	2.5	-11.9	14.9

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Wechselkurse

### Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	107	6.2	-1.8
Euro (EUR)	124	-1.3	6.3
Yen (JPY)	92	5.5	9.6
Pfund (GBP)	78	-0.4	-9.5
Schweizer Franken (CHF)	155	0.9	0.6
Chin. Yuan (CNY)	133	-1.5	-5.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	180	-9.0	7.7
Brent Rohöl (\$/b)	61.9	-10.4	78.2
Gold (\$/oz.)	1,321	-1.8	18.2
Industriemetalle (1991 = 100)	246	-13.2	36.9
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	16.6	22.4	-18.0
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	49.8	-12.9	-32.7

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per 31. Januar 2019.

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



## Wichtige Informationen

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited lediglich zu Informationszwecken und nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers herausgegeben. Es darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden, sofern Rothschild & Co Wealth Management UK Limited dem nicht im Voraus ausdrücklich schriftlich zugestimmt hat. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung. Der Wert einer Kapitalanlage und die mit ihr erzielten Erträge können im Falle von Anlagen in Auslandswährungen aufgrund von Wechselkursänderungen steigen oder sinken. Investitionen in Schwellenmärkten können grösseren Risiken unterliegen. Bei Portfolios, die in Anlagen und andere festverzinsliche Wertpapiere investieren, können Zinsänderungen zu Wertverlusten führen. Hedgefonds setzen häufig Fremdkapital ein; die Aufnahme von Krediten zur Ertragssteigerung und andere spekulative Anlagepraktiken erhöhen das Risiko von Anlageverlusten.

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert Rothschild & Co Wealth Management UK Limited weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut; ausgenommen sind Fälle von Betrug. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Handelt es sich bei der Datenquelle in dieser Präsentation um MSCI, sind wir verpflichtet Ihnen als Nutzungsbedingung Folgendes mitzuteilen: „Weder MSCI noch eine andere an der Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der MSCI-Daten beteiligte Partei leisten ausdrückliche oder indirekte Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die infolge ihrer Nutzung zu erzielenden Ergebnisse), und sämtliche Parteien lehnen hiermit ausdrücklich sämtliche Gewährleistungen in Bezug auf die Echtheit,

Richtigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck dieser Daten ab. Unbeschadet des Vorstehenden übernehmen MSCI, die mit ihr verbundenen Unternehmen oder Dritte in Bezug auf die Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der Daten keinerlei Haftung für unmittelbare, mittelbare, besondere, Strafschadenersatz einschliessende, Folge- oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), auch dann nicht, wenn auf die Möglichkeit solcher Verluste hingewiesen wurde. Eine Verteilung oder Weiterverbreitung der Datens von MSCI ist ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI unzulässig.“

In Grossbritannien wird dieses Dokument von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited, in der Schweiz von Rothschild & Co Bank AG ausgegeben. In manchen Ländern kann die Ausgabe dieses Dokuments durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich zu informieren und alle einschlägigen rechtlichen und aufsichtsbehördlichen Bestimmungen einzuhalten. Im Zweifelsfall dürfen weder dieses Dokument noch Kopien davon in die USA versandt oder mitgenommen oder in den USA in Umlauf gebracht oder an eine US-Person ausgehändigt werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Hinweise auf Rothschild & Co beziehen sich auf jedes zum Konzern der Rothschild & Co Continuation Holdings AG gehörende Unternehmen, das unter dem Namen «Rothschild & Co» tätig ist, aber nicht notwendigerweise auf ein bestimmtes Rothschild & Co Unternehmen. Kein Unternehmen der Rothschild & Co Gruppe ausserhalb Grossbritanniens unterliegt dem britischen Financial Services and Markets Act aus dem Jahr 2000. Falls dennoch Dienstleistungen dieser Unternehmen angeboten werden, so gelten die britischen aufsichtsbehördlichen Schutzbestimmungen für Privatkunden nicht. Auch besteht kein Anspruch auf Entschädigung nach dem britischen Financial Service Compensation Scheme.

Zur Rothschild & Co Gruppe gehören unter anderem folgende Vermögensberatungsgesellschaften:

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

Rothschild & Co Bank International Limited. Sitz der Gesellschaft: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Lizenziert und beaufsichtigt von der Guernsey Financial Services Commission.

Rothschild & Co Bank AG. Sitz der Gesellschaft: Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, Schweiz. Zugelassen und beaufsichtigt von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

## Hinweise

Rothschild & Co Wealth Management bietet eine objektive langfristige Perspektive bei der Anlage, der Strukturierung und Wahrung von Kapitalanlagen, um das Vermögen unserer Kunden zu erhalten und zu steigern.

Wir bieten einigen der vermögendsten und erfolgreichsten Familien, Unternehmen und Stiftungen ein umfangreiches Leistungsspektrum.

In einem Umfeld, das häufig von einer kurzfristigen Sichtweise geprägt ist, unterscheiden wir uns mit unserer langfristigen Perspektive. Wir glauben, dass die Vermögenssicherung der richtige Ansatz bei der Vermögensverwaltung ist.

### Brüssel

Avenue Louise 166  
1050 Brüssel  
Belgien  
+32 2 627 77 30

### Düsseldorf

Heinrich-Heine-Allee 12  
40213 Düsseldorf  
Deutschland  
+49 211 8632 17-0

### Frankfurt

Börsenstraße 2 - 4  
60313 Frankfurt am Main  
Deutschland  
+49 69 40 80 260

### Genf

Rue de la Corraterie 6  
1204 Genf  
Schweiz  
+41 22 818 59 00

### Guernsey

St Julian's Court  
St Julian's Avenue  
St Peter Port  
Guernsey, GY1 3BP  
Kanalinseln  
+44 1481 705194

### Hongkong

16th Floor Alexandra House  
18 Chater Road  
Central Hong Kong SAR  
Volksrepublik China  
+852 2131 9971

### London

New Court  
St Swithin's Lane  
London EC4N 8AL  
Grossbritannien  
+44 20 7280 5000

### Manchester

82 King Street  
Manchester M2 4WQ  
Grossbritannien  
+44 161 827 3800

### Mailand

Via Agnello 5  
20121 Mailand  
Italien  
+39 02 7244 31

### Paris

29 avenue de Messine  
75008 Paris  
Frankreich  
+33 1 40 74 40 74

### Singapur

North Tower  
1 Raffles Quay #10-02  
Singapur 048583  
+65 6535 8311

### Zürich

Zollikerstrasse 181  
8034 Zürich  
Schweiz  
+41 44 384 7111