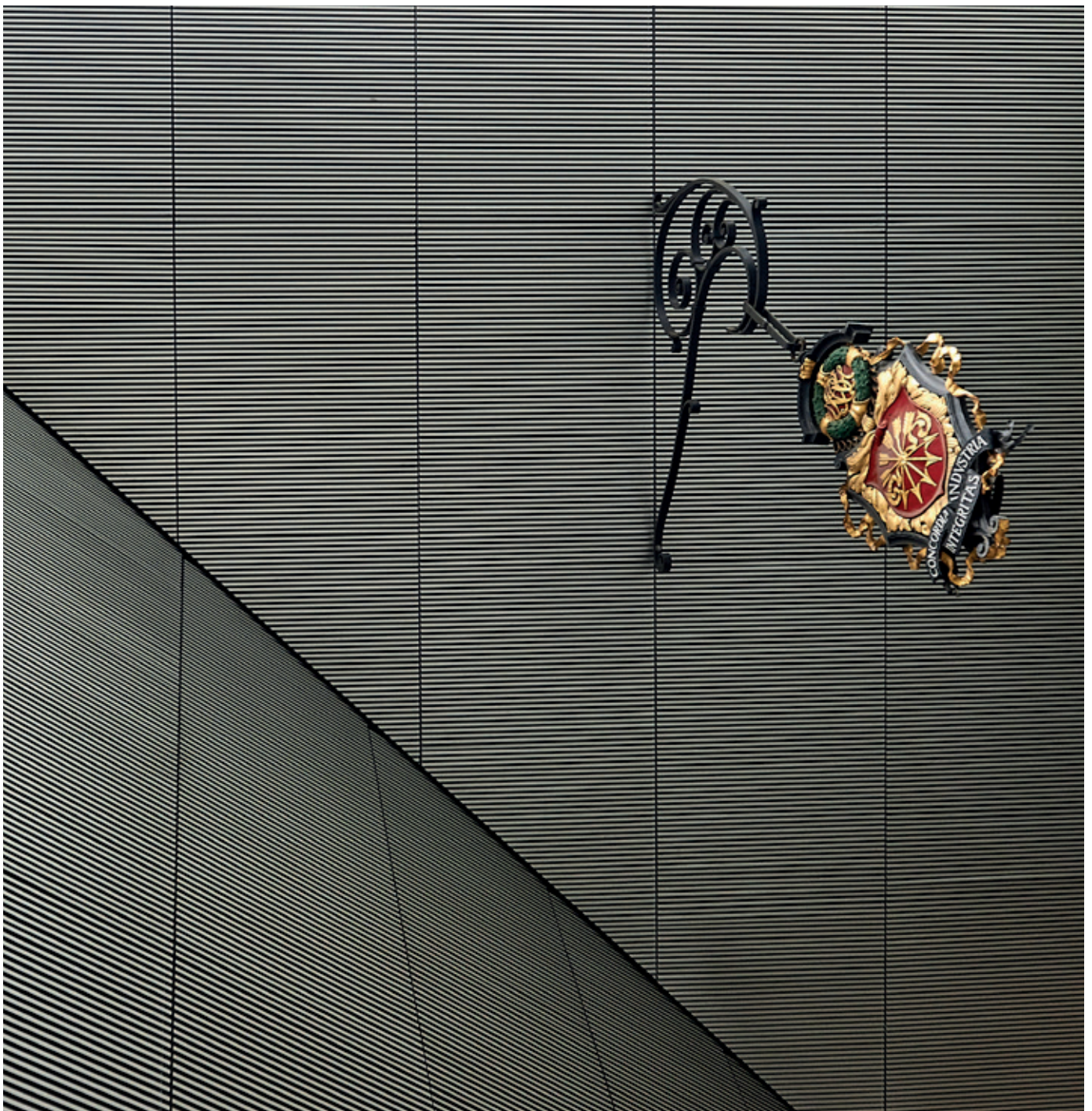


# Marktausblick



Offen für das neue Jahr | MMT: Was denken sie sich nur dabei? |  
US-Wahlen und Portfolios

Marktausblick 102 | Dezember 2019



# Vorwort

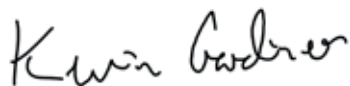
Ein Jahr, das für Anleger zunächst negativ schien, hat sich doch noch als erfolgreich erwiesen. Während wir diese Zeilen schreiben, haben die meisten Anlagen die Inflation übertroffen, und zwar deutlich. Besonders der Höhenflug an den Aktienmärkten ist nicht nur als Erholung von dem extremen Kursverfall Ende 2018 zu werten, denn auch seit Ende 2017 sind die Renditen sehr positiv. Die Volatilität war sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen und Währungen niedrig.

Wir versuchen, den bevorstehenden Entwicklungen unvoreingenommen entgegenzusehen. Die Geldpolitik ist nach wie vor expansiv. Das ist einer der Faktoren, der sowohl Anleihen als auch Aktien Auftrieb gibt. Angesichts des wachsenden Interesses für (sogar noch) unkonventionellere Massnahmen wie die «Modern Monetary Theory» (MMT, zu Deutsch: «moderne Geldtheorie»), die bei einigen Kandidaten mit Ambitionen für die Präsidentschaftsnominierung der Demokraten 2020 hoch im Kurs steht, dürfte das auch noch eine Weile so bleiben. In dieser Ausgabe werfen wir einen kurzen Blick auf den Einfluss, den die MMT und der Präsidentschaftswahlkampf auf Portfolios haben könnten.

Ob die Geldpolitik wirklich so locker sein muss, erscheint uns fraglich. Die globale Wachstumsverlangsamung dürfte nahezu ausgestanden sein. Und selbst wenn nicht, so gab es unseres Erachtens auf makroökonomischer Ebene kaum Anlass für die Art von Abschwung, die für die aktuellen Zinsen und Anleihekurse mehr Sinn ergeben würde. Daher halten wir viele Anleihen immer noch für extrem teuer: Die meisten Renditen liegen immer noch unter den aktuellen Inflationsraten.

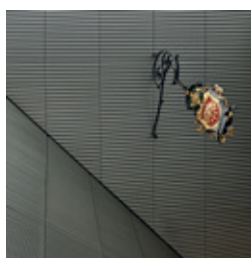
Ein Umdenken – vor allem bei der Fed – würde sich auch negativ auf die Aktienmärkte auswirken. Allerdings dürfte es nur dazu kommen, wenn sich ein erheblicher konjunktureller Dämpfer tatsächlich als weniger wahrscheinlich herausstellt als befürchtet. Und angesichts der noch nicht allzu hohen Bewertungen könnte sich ein solcher Dämpfer als kurzlebig erweisen. Unserer Einschätzung nach sind Aktien immer noch die vielversprechendste Quelle für langfristige, über der Inflation liegende Renditen.

Der nächste *Marktausblick* erscheint im Februar 2020. Wir wünschen unseren Lesern und Leserinnen überall auf der Welt ein friedvolles und erfolgreiches neues Jahr.



**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: Dezember 2019.  
Stand der Daten: 30. November 2019.  
Quelle für Grafiken und Tabellen:  
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

# Offen für das neue Jahr

## Kein Ende des Konjunkturzyklus in Sicht

Es gab weitere Anzeichen dafür, dass die seit nun zwei Jahren anhaltende Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums allmählich beginnt ihren Tiefpunkt zu erreichen.

Der stark zyklische Produktionssektor scheint sich auf beiden Seiten des Atlantiks und in China zu stabilisieren. Der naheliegendste Auslöser für eine erneute Abwärtsdynamik – die Eskalation des Handelsstreits zwischen den USA und China – erscheint etwas weniger wahrscheinlich.

Aber wir können uns noch nicht entspannt zurücklehnen: Immerhin ist der Twitter-Account des Präsidenten noch immer aktiv. Vor dem Hintergrund des aktuellen Amtsenthebungsverfahrens (das am Ende vielleicht doch im Senat abgeschmettert wird) könnte ein Präsident in Abwehrhaltung, der dennoch auf Stimmenwerbung aus ist, noch unberechenbarer sein.

Aber zumindest scheint man kurz vor einem «Phase 1»-Abkommen zu stehen – und wir halten einen positiveren Ausgang, der das Risiko eines schlechten Ausgangs ausgleicht, nach wie vor für möglich. Trotz all seiner Eigenheiten ist Trump der einzige Politiker der westlichen Welt, der uns bereitwillig in Erinnerung ruft, dass China nach wie vor die am besten geschützte grosse Volkswirtschaft ist. China ist sich dessen bewusst – und auch der Tatsache, dass die Liberalisierung und nicht die zentralistische Diktatur am stärksten zum überwältigenden wirtschaftlichen Erfolg des Landes beigetragen hat.

Indes hatte die Schwäche im verarbeitenden Gewerbe (noch) keine wesentlichen Ansteckungseffekte. Die USA verzeichneten lediglich die niedrigste Arbeitslosenquote und die bislang höchste Zahl an Baugenehmigungen in diesem Zyklus.

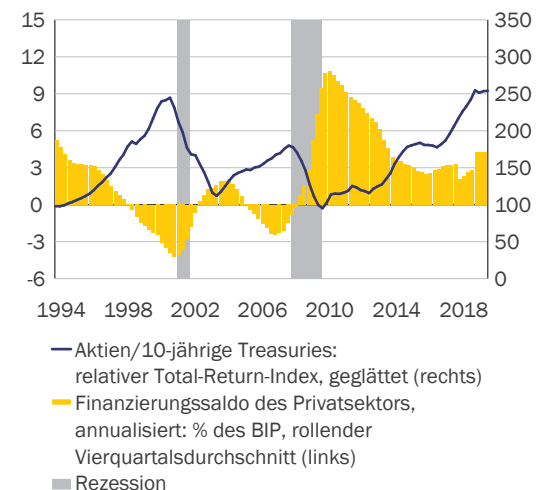
Ob wir nun nahe der Talsohle sind oder nicht: Wir sehen jedenfalls keine Notwendigkeit für eine dramatische Wende in diesem langen Konjunkturzyklus. Die seit zwei Jahren anhaltende Wachstumsverlangsamung könnte einfach eine Folge des durch die einmaligen Steuersenkungen beförderten Aufschwungs sein, der ihr vorausging.

Warum sollte sich ein dramatischeres Ende anbahnen? Wir haben oft festgestellt, dass dieser wenig geschätzte Zyklus einer der manierlichsten war. So gab es bislang von den Exzessen im Finanzsektor, die die zwei letzten Zyklen geprägt hatten, kaum eine Spur.

Abbildung 1 ruft uns in Erinnerung, dass der US-Privatsektor auch nach zehn Jahren des wirtschaftlichen Aufschwungs noch einen Liquiditätsüberschuss aufweist. Anstatt Schulden zu machen, stellt er der Gesamtwirtschaft Liquidität bereit. Das ist zwar keine Garantie dafür, dass uns keine schwere Rezession bevorsteht: Vielleicht wollen die US-Verbraucher einfach mehr sparen? Allerdings war das bisher Grund genug dafür, um dem in die Jahre gekommenen Zyklus einen Vertrauensvorschuss zu geben – und um sich möglicherweise zu fragen, ob nicht vielleicht noch eine überschäumende Phase vor uns liegt.

### Abbildung 1: Wenig Anzeichen für makroökonomische Exzesse

US-Privatsektor, Finanzierungssaldo (gleitender Vierquartalsdurchschnitt, % des BIP)



Quelle: Datastream, Federal Reserve, Rothschild & Co  
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

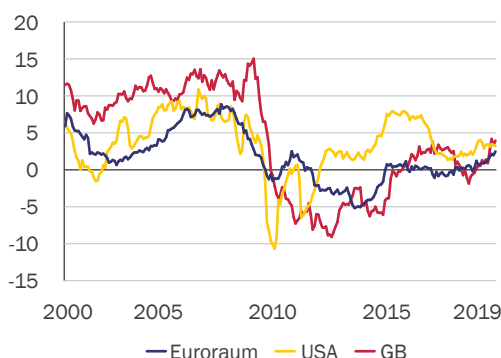
Abbildung 2 zeigt, dass die Kreditvergabe der Banken an den privaten Sektor nicht nur in den USA in diesem Zyklus langsamer gewachsen ist als im vorangegangenen: Auch in der Eurozone und in Grossbritannien war das Kreditgeschäft deutlich verhaltener.

In einigen Fällen – etwa bei Unternehmenskrediten – war das langsamere Kreditwachstum Ausdruck der Marktanteilsverluste der Banken, denn die Fremdkapitalaufnahme hat sich an die Anleihemärkte verlagert. Allerdings sind Anleihen wahrscheinlich «sicherer» für das Finanzsystem – und die Schuldner – als Bankkredite. Sie verfügen in der Regel über einen fixen Coupon und eine längere Laufzeit. Ausserdem kommen bei einem Ausfall nur die Anleihegläubiger zu Schaden und nicht das gesamte Bankensystem. Im Grossen und Ganzen hat dieser Zyklus niemals den Eindruck eines «irrationalen Überschwangs» erweckt.

Die Inflation ist ein weiterer Exzess, der in der Vergangenheit zu einer Anpassungsrezession geführt hat. In diesem Zyklus war die gedämpfte Inflation jedoch einer der Faktoren, der die Zentralbanken dazu veranlasst hat, die ohnehin schon losen geldpolitischen Zügel locker zu halten – und nach noch unkonventionelleren geldpolitischen Instrumenten Ausschau zu halten. Weiter unten werfen wir einen Blick auf diese Instrumente, über die wir im Übrigen unsere Zweifel haben.

## Abbildung 2: Relativ verhaltene Bankkreditvergabe

Kreditwachstum in den USA, der Eurozone und Grossbritannien (% im Jahresvergleich, inflationsbereinigt)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co  
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

(Letzte Meldung: Die Wahlen in Grossbritannien machen eine weniger wirtschaftsfreundliche Regierung unwahrscheinlich. Die Hauptprofiteure sind die Währung und binnenorientierte Aktien. Aktien international orientierter Unternehmen und Gilts stehen sich ausgleichenden Risiken gegenüber – höhere Steuern gegenüber einer schwächeren Währung für Unternehmen mit Geschäftsschwerpunkt im Ausland; höhere Emissionsvolumen und Inflation gegenüber dem Status als sicherer Hafen der Gilts).

## MMT: Was denken sie sich nur dabei?

Geldpolitischer Zynismus könnte nach hinten losgehen

*«Männer der Praxis, die glauben sie seien gänzlich frei von geistiger Beeinflussung, sind gewöhnlich Sklaven irgendeines nicht mehr lebenden Ökonomen. Verrückte mit Amtsgewalt, die im Äther Stimmen hören, nähren ihren Wahnsinn aus den alten Schriften irgendeines akademischen Schreiberlings ...» – Keynes, Allgemeine Theorie*

Wir haben einen Grossteil des letzten Jahrzehnts argumentiert, dass Ökonomen sich Sorgen um zu viele Dinge machen, wie etwa Schulden, Demografie und Deflation. Aber es gibt eine Frage, über die sie sich unserer Meinung nach zu wenig Gedanken machen: Muss die Geldpolitik wirklich so expansiv sein?

In diesem Zusammenhang kursiert zurzeit eine neue vorgeschlagene Innovation, die uns

Unbehagen bereitet. Die sogenannte «Modern Monetary Theory» (MMT, zu Deutsch: «moderne Geldtheorie») wird von Ökonomen und Zentralbanken ernst genommen. Das gilt auch für ein paar Möchtegern-Kandidaten der Demokraten für das Weisse Haus.

Eigentlich ist die MMT kein modernes Konzept und – leider – auch kein theoretisches. Sie wurde bereits allzu oft in die Praxis umgesetzt.

### MMT: ein geldfinanzierter fiskalpolitischer Impuls

Welche Möglichkeiten hat eine Regierung, wenn sie die Wirtschaft ankurbeln will?

- Sie kann versuchen, die Konjunktur in der Volkswirtschaft mit eigenen Ausgaben- und Steuerprogrammen zu beeinflussen (Fiskalpolitik).

- Sie kann versuchen, die Zinssätze und/oder die Kredit- oder Geldmenge und/oder den Wechselkurs zu beeinflussen (Geldpolitik).
- Sie kann beides tun.

(Dies setzt voraus, dass der Staat über eine gewisse Währungsautonomie oder -souveränität verfügt. Die USA haben den Vorteil, sowohl ihre eigene Währung drucken als auch Kredite in ihrer Währung aufnehmen zu können. Dagegen haben beispielsweise die Mitglieder einer Währungsunion oder kleine Länder, die von Auslandsfinanzierungen abhängig sind, möglicherweise wenig Kontrolle über ihre Zinssätze und Wechselkurse.)

Wenn die Regierung mehr ausgibt, aber zugleich die Steuern erhöht, bleibt der Haushalt ausgeglichen und die Nettonachfrage ändert sich kaum (sie steigt wahrscheinlich leicht: einige der Steuern wären gespart worden).

Wenn sie mehr ausgibt (oder die Steuern senkt) und die Ausgaben durch die Kapitalaufnahme (Ausgabe von Anleihen) bei der Öffentlichkeit deckt, dann gilt die Fiskalpolitik als expansiv und kurbelt die Nettonachfrage an, solange die aufgenommenen Fremdmittel nicht bereits für andere Projekte vorgesehen waren.

Wenn sie mehr ausgibt und die Ausgaben durch Geldschöpfung deckt oder wenn sie mehr ausgibt und die Zinsen senkt, um «Verdrängungseffekte» auszugleichen, nutzt sie sowohl die Fiskal- als auch die Geldpolitik.

Die MMT setzt auf beides: Sie kombiniert geld- und fiskalpolitische Impulse in Form von geldfinanzierten Staatsausgaben. Die geldpolitische Komponente unterscheidet sich jedoch von anderen unlängst eingesetzten «unkonventionellen» geldpolitischen Instrumenten wie der quantitativen Lockerung (QE).

Das durch QE geschaffene Geld steht in den Bankbilanzen: Es kann in Umlauf gebracht werden und dementsprechend die privaten Ausgaben stützen. Im Gegensatz dazu stehen bei der MMT die eigenen Ausgaben des Staates im Mittelpunkt, die direkt durch die Schaffung neuen umlaufenden Geldes gedeckt werden – nur ohne die Mittelsmänner. Man könnte sie wohl besser als «Modern Fiscal Theory» bezeichnen. (Es wurden auch schon weniger charmante Alternativen vorgeschlagen: Professor Ken Rogoff hat vom «Modern Monetary Nonsense», also dem «modernen geldpolitischen Unsinn» gesprochen, und der Begriff des «magischen Geldbaums» (Magic Money Tree) könnte einem in den Sinn kommen, wenn er nicht bereits eine andere Bedeutung hätte.)

Die MMT könnte eine grosse Wirkung entfalten. Das muss aber nicht der Fall sein, denn wenn die Menschen die geldgedeckten Ausgaben als Ersatz für Projekte sehen, die sie sonst selbst umgesetzt hätten, dann steigen die Gesamtausgaben vielleicht nicht. Aber im Allgemeinen gilt: Wenn die Regierung in der Lage ist, die benötigten Mittel zu beschaffen, und dies auch tut, ohne dass die Menschen sich zu Ausgleichmassnahmen irgendeiner Art veranlasst sehen und ohne die privaten Finanzen zu belasten, könnte dies unmittelbar für einen starken Nachfrageanstieg sorgen.

### Der Mann hinter den Kulissen

Letztendlich ist Geld eine Vertrauensfrage: Es hat keinen Eigenwert, aber es ist wertvoll, weil die Menschen es als Tauschmittel akzeptieren und von einer weitgehend festen Geldmenge ausgehen (oder zumindest wird davon ausgegangen, dass sie nicht dramatisch und willkürlich steigt).

Eine Geldpolitik, die lautstark eine erhebliche Steigerung der Geldmenge bekanntgibt, könnte dieses Vertrauen untergraben, sodass das Geld einen Teil seines Wertes einbüßen würde (Inflation). Die MMT könnte also eine Wirkung entfalten, die mit der des Zauberers von Oz vergleichbar ist: eine ziemlich beeindruckende. Aber nur bis sich herausstellt, dass die laute Stimme, die Donnerschläge und das Konfetti nur von einem ziemlich gewöhnlichen Kerl hinter den Kulissen stammen.

Und anstatt dass die neue geldgestützte Nachfrage sich in magische Gewinne bei Produktion und Beschäftigung verwandelt und vielleicht einen geringfügigen Inflationsanstieg mit sich bringt, könnte sie ganz und gar in Inflation umschlagen, sodass bei ausreichender Schwere der Zusammenbruch der Währung drohen würde.

Es ist ungewiss, wann dieser Aha-Moment eintritt. Er könnte noch ein gutes Stück entfernt sein, insbesondere wenn es in der Wirtschaft viele Kapazitäten gibt, die die zusätzliche staatliche Beschaffung absorbieren können, ohne dass anderen Käufern weniger Potenziale zur Verfügung stehen. Aber vielleicht auch nicht.

Keynes schlug vor, zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit Banknoten zu vergraben und die Menschen dafür bieten zu lassen, sie wieder auszugraben. Das würden sie aber nur tun, wenn sie überzeugt wären, dass die Banknoten noch etwas wert sind. In den 1930er-Jahren, als die Arbeitslosigkeit hoch und die Kommunikation langsam war, wäre ihr Wert vielleicht nicht infrage gestellt worden. Aber wenn es in der Wirtschaft wenig ungenutzte Kapazität gibt und

jeder weiss, was vor sich geht, könnte durch einen so eklatanten geldpolitischen Zynismus das Vertrauen in die Währung verloren gehen.

Ein solches Risiko sollte man wahrlich nicht auf die leichte Schulter nehmen. Es sind noch keine Gesellschaften an einer zu niedrigen Inflation zugrunde gegangen, aber der Zusammenbruch einer Währung ist fatal. Ganz zu schweigen von der übergeordneten Regierung.

### Wozu jetzt dieses Risiko eingehen?

Es ist nicht klar, welche Frage diese möglicherweise alarmierende Geldpolitik zu beantworten versucht.

Zugegeben, das Weltwirtschaftswachstum verlangsamt sich schon seit zwei Jahren, und die Inflationsraten der USA und der EU liegen leicht unter den Zielvorgaben. Man ist über die zunehmende Ungleichheit besorgt. In Europa wird auch Unbehagen über die negativen Nominalzinsen und die damit verbundenen Verzerrungseffekte (vor allem die erhöhten Anleihekurse) empfunden. Mancherorts macht man sich Gedanken, welche Massnahmen die Zentralbanken im Falle einer wirtschaftlichen Notlage noch ergreifen können. Immerhin wurde die Zinspolitik quasi schon bis aufs Letzte ausgereizt.

Diese Argumente sind nicht überzeugend. Wie bereits erwähnt, gibt es wenig Gründe, diese Wachstumsverlangsamung als besonders unheilvoll zu betrachten. Indes ist die Arbeitslosigkeit in den westlichen Volkswirtschaften historisch niedrig und nicht hoch.

Eine geldpolitische Donnerbüchse ist möglicherweise nicht das beste Mittel zur Bekämpfung der Ungleichheit. Genauso wenig ist erwiesen, dass die MMT zur Normalisierung der Zinssätze beitragen würde. Vielleicht könnte die MMT im Falle einer echten wirtschaftlichen Notlage hilfreich sein (ein Argument von Christine Lagarde vom IWF), und zwar bei Zinsen auf dem heutigen Niveau. Aber warum sollte man sie

ausgerechnet jetzt einführen?

### Unüberschaubare Ausmasse und Hybris

Die Popularität der MMT ist Ausdruck der inzwischen unüberschaubaren Ausmasse, die die Zentralbankdiskussion angenommen hat. Viele Ökonomen, die das Wachstum für enttäuschend halten, beunruhigt sind, dass die Inflation einige Zehntelprozentpunkte unter dem Zielwert liegt, und die Zentralbanken heroisieren, weil sie in den Jahren 2008/09 die Welt gerettet haben, fordern stärkere Anstrengungen vonseiten der Entscheidungsträger.

Aber Inflationsziele gibt es nicht, weil wir mehr davon wollen: Geringe, willkürlich festgelegte Inflationsziele waren die einzige Möglichkeit, chronisch hohe Erwartungen aus dem System zu verbannen. Eine etwas höhere Inflation ist an sich keine gute Sache, und die Vorstellung, dass sie sich optimal steuern lässt, kommt der Hybris gleich. Paul Volcker – der Fed-Chef, der Anfang der 80er-Jahre so viel getan hat, um die Glaubwürdigkeit der US-Geldpolitik wiederherzustellen, und dessen Tod tragischerweise bekannt gegeben wurde, während wir dies schreiben – sagte 2018:

*«... auch wenn es erstrebenswert wäre, so erlauben die geld- und fiskalpolitischen Instrumente diese Präzision einfach nicht ... Die reale Gefahr liegt darin, dass man steigende Inflation ermutigt oder unbeabsichtigt toleriert, und damit auch ihre Verwandte – exzessive Spekulation und Risikobereitschaft.»*

Unser «Durchwurstel-Szenario» funktioniert seit einem Jahrzehnt ganz gut. Die vollständige Einführung der MMT (oder hier in Grossbritannien die Einführung der «People's QE» bzw. der «quantitativen Lockerung für die Menschen») könnte jedoch ein zu grosses Risiko darstellen. Sie könnte im Kampf gegen die Inflation – dem entschiedensten langfristigen Feind der Anleger – den möglichen Sieg noch in eine Niederlage verwandeln.

---

## US-Wahlen und Portfolios

### Das Umfeld ist wichtiger als der Wahlausgang

Welchen Einfluss könnten die US-Präsidentschaftswahlen 2020 auf Portfolios haben?

Alles beginnt Anfang Februar mit der ersten Vorwahl, dem entscheidenden Caucus in Iowa. Dabei dürften das Amtsenthebungsverfahren,

die ungelösten Handelsstreitigkeiten und die kollektivistischen Tendenzen der Demokraten für mehr Wirbel sorgen als sonst.

Obwohl es viele demokratische Präsidentschaftsanwärter gibt (Michael Bloomberg hat kürzlich seinen Hut in den Ring

geworfen), sollte sich das Feld mit den fortschreitenden Vorwahlen verkleinern. Die neuesten Umfrageergebnisse lassen erahnen, dass sich Joe Biden höchstwahrscheinlich gegen Elizabeth Warren durchsetzen und dann im Wahlkampf gegen Präsident Trump antreten wird.

Der Präsident der Vereinigten Staaten kann in puncto Popularität vielleicht nicht mithalten, aber statistisch gesehen war der Amtsinhaber üblicherweise im Vorteil. Die Verteilung der Stimmen des Electoral College – der erste Kandidat, der 270 von 538 Wahlmännern bzw. -frauen auf sich vereinen kann, zieht ins Weiße Haus ein – deutet darauf hin, dass Kandidaten möglicherweise nicht die meisten Stimmen holen müssen (Hillary Clinton gewann 2016 die «Popular Vote», also die Mehrheit der Wählerstimmen in der Bevölkerung).

Nun könnte man meinen, dass die unternehmensfreundliche Politik der Republikaner dem Wachstum und den Kapitalmärkten einen Schub geben könnten. Aber genau genommen waren das Wachstum

und die Aktienmarktrenditen in der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg unter den republikanischen Präsidenten unterdurchschnittlich. Somit ist das Umfeld eindeutig ebenso wichtig wie die politische Couleur des Präsidenten.

Derweil blieb die von vielen Seiten erwartete finanzielle Katastrophe während der ersten Amtszeit von Präsident Trump aus. US-Aktien haben eine Jahresrendite von 12 % (nach Inflation) erzielt. Zum Vergleich: Der Nachkriegsdurchschnitt liegt lediglich bei 8 %. Obendrein ist die US-Wirtschaft trotz des recht langen Konjunkturzyklus ziemlich ordentlich gewachsen.

Allerdings hat das Umfeld seinen Teil dazu beigetragen. Die Aktienmärkte haben von der lockeren Geldpolitik und der Senkung der Unternehmenssteuern profitiert. Unabhängig davon, wer ins Weiße Haus einzieht: Es ist schwer vorstellbar, dass uns das günstige Wirtschaftsumfeld auch in den nächsten vier Jahren noch erhalten bleiben wird.

### Abbildung 3: Bestandsaufnahme nach dem Zweiten Weltkrieg

US-Präsidenten, Anlagerenditen und die Wirtschaft

Präsident	Amtsantritt	US-Aktien (%)	US-Treasuries (%)	Reales BIP-Wachstum (%)	Inflation (%)	Arbeitslosigkeit (%)
FDR / Truman	1945	6.3	-4.3	-2.4	2.9	3.3
Truman	1949	23.0	-1.2	5.6	2.7	4.4
Eisenhower	1953	20.0	0.5	2.9	0.9	4.2
Eisenhower	1957	8.0	1.0	2.1	1.9	5.4
JFK / Johnson	1961	12.6	2.1	5.2	1.2	5.8
Johnson	1961	5.8	-1.5	5.1	3.3	4.0
Nixon	1969	2.4	1.0	3.3	4.5	4.9
Nixon / Ford	1973	-8.8	-1.9	2.2	8.3	6.6
Carter	1977	1.8	-9.5	3.2	10.3	6.6
Reagan	1981	6.5	9.2	3.3	5.1	8.5
Reagan	1985	15.4	9.4	3.9	3.4	6.5
Bush	1989	12.6	7.5	2.2	4.2	6.2
Clinton	1993	15.3	5.3	3.4	2.8	6.1
Clinton	1997	15.6	5.4	4.2	2.4	4.5
Bush	2001	-3.1	4.5	2.4	2.4	5.4
Bush	2005	-8.4	5.8	1.1	2.5	5.0
Obama	2009	13.0	2.8	1.4	2.3	8.8
Obama	2013	13.5	0.1	3.7	1.2	6.0
Trump	2017	12.4	2.1	2.6	2.0	4.1
<b>Gesamter Zeitraum</b>		8.1	0.5	2.9	3.3	5.6
<b>Demokrat</b>		11.7	-0.1	3.2	3.2	5.5
<b>Republikaner</b>		5.0	1.0	2.5	3.4	5.7

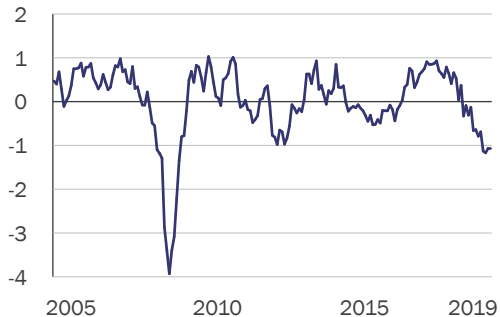
Quelle: Rothschild & Co

Hinweis: Die Renditen sind inflationsbereinigt und annualisiert dargestellt. Die US-Treasuries wurden mittels der Rendite der 10-jährigen Benchmark-Anleihe berechnet. Die Arbeitslosenquote ist als Durchschnittswert über die jeweilige Amtszeit dargestellt.

# Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

## Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

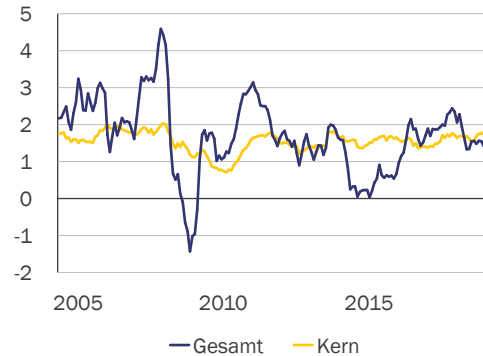
### Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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

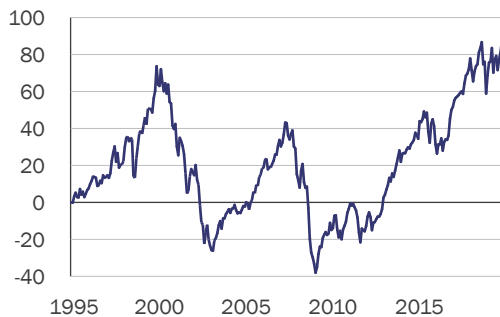
## G7 Inflation

### %, zum Vorjahr



Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

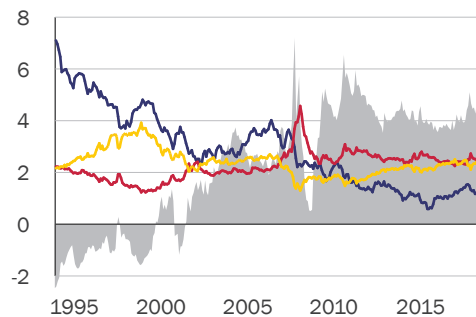
## Aktien/Anleihen – rel. Return-Index (%)



— Aktien/Staatsanleihen Industrieländer

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	1.8	10.5	13.2
10-J.-US-Gilt	0.8	4.2	10.3
10-J.-Bundesanleihen	-0.3	4.1	7.3
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.6	3.0	4.5
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	-0.0	0.5	1.5
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.5	9.0	14.2
Globale Anl.: Hochzins (USD)	5.9	10.6	18.3
EM (USD)	5.0	12.5	18.6

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.4	18.6	35.3
DM	2.4	19.4	36.0
EM	2.8	12.5	30.6
US	1.8	20.6	44.7
Eurozone	3.3	22.2	24.0
GB	4.7	11.3	16.4
Schweiz	2.9	25.0	39.3
Japan	2.4	11.4	19.2

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Wechselkurse

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

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	110	-0.2	-0.9
Euro (EUR)	123	-2.0	5.8
Yen (JPY)	94	4.6	5.5
Pfund (GBP)	81	6.5	3.0
Schweizer Franken (CHF)	161	1.7	1.2
Chin. Yuan (CNY)	129	-1.7	-3.1

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	182	0.3	-5.1
Brent Rohöl (\$/b)	64.3	7.3	18.4
Gold (\$/oz.)	1,464	17.7	26.2
Industriemetalle (1991 = 100)	238	0.9	2.4
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	15.7	-30.7	33.4
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	67.1	11.3	-11.2

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per  
30. November 2019.

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



## 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.

**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 Corratierie 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

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

**Mailand**  
Via Agnello 5  
20121 Mailand  
Italien  
+39 02 7244 31

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

**Zürich**  
Zollikerstrasse 181  
8034 Zürich  
Schweiz  
+41 44 384 7111

## 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.