



MARKTAUSBLICK | JULI 2022

# Was bisher geschah

## Vorwort

Die Anlegerstimmung hat sich seit dem *Marktausblick* vom Mai verdüstert. Objektiv gesehen hat sich allerdings kaum etwas geändert.

Die Risiken des Konflikts in der Ukraine stellen alles andere in den Schatten. Die Zahl der Opfer steigt immer weiter, in logistischer und territorialer Hinsicht halten sich die Kosten dagegen in Grenzen. Die langfristige geopolitische Bedeutung bleibt ungewiss.

Die jüngste Marktvolatilität wurde vor allem von bekannten zyklischen Sorgen angetrieben. Die Markterwartungen verfolgen einen klaren Handlungsstrang, aber mehr kommt dabei nicht heraus. Es wurden keine Daten veröffentlicht, die den Trend umkehren könnten. Die Zinserhöhungen waren lange erwartet worden. Die Risiken sind nicht so einseitig, wie es die Experten behaupten.

Die US-Wirtschaft ist einer technischen Rezession näher, als wir dachten. Aber die Hochfrequenzindikatoren wirken solider. Für eine Rezession bedarf es keiner Finanzkrise. Und vor kaum zwei Jahren erlebten wir einen Konjunkturunbruch, der «typische» Rezessionen übertraf.

Seitdem ist die «Wall of worry» grösser geworden und Value-Titel sind wieder stärker in den Fokus gerückt. Sogar auf den Höchstständen konnten Aktien unseres Erachtens langfristige Renditen erzielen, die über der Inflation liegen, obwohl die prognostizierten Renditen die niedrigsten waren, die wir registriert hatten. Bei den aktuell günstigeren Bewertungen könnte der Spielraum wachsen.

Selbst der Anleihenmarkt wirkt weniger überteuert. Die Renditen der US-Staatsanleihen entsprachen der von uns erwarteten Trendinflation, deshalb sind wir etwas weniger vorsichtig.

Barmittel sind möglicherweise die Ausnahme: Die Geldmarktzinsen sind noch nicht deutlich gestiegen. Aber taktisch gesehen, spricht vielleicht am meisten für Cash, ist es doch weniger volatil als Wertpapiere. Zudem können Barmittel das Kryptowährungsrisiko wirksam absichern.

Unten konzentrieren wir uns auf die Diskrepanz zwischen Narrativen und Fakten. Zudem zeigen wir, wo die Inflation am stärksten ist, beschreiben frühere Arbeitskämpfe und geben eine Prognose für die Zwischenwahlen in den USA im Herbst.

Derzeit rückt ein neues Kabinett in Grossbritannien ins Blickfeld, aber wir glauben nicht, dass diese Entwicklung die Aussichten stark beeinflusst, auch nicht für britische Portfolios.

**Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian**  
Global Investment Strategists

Cover: Dollar-Geldscheine  
© Gettyimages.

Wealth Management  
New Court  
St. Swithin's Lane  
London EC4N 8AL  
+44 20 7280 5000  
rothschildandco.com

© 2022 Rothschild & Co  
Wealth Management

Veröffentlichungsdatum: Juli 2022.  
Werte: alle Daten per 30. Juni 2022.

Quelle für Grafiken und Tabellen:  
Rothschild & Co und Bloomberg,  
sofern nicht anders angegeben



# Narration und Wirklichkeit

## UNGEWOHNTEN RISIKEN ...

Diese Anlagesituation ist die schwierigste, die wir jemals zu analysieren hatten. Nicht aufgrund der Inflationsrate und der Zinssätze – die haben wir bereits oft beobachtet, wenn auch nicht in jüngster Zeit. Zudem glauben wir zu wissen, was auf dem Spiel steht. Aber der Konflikt in der Ukraine droht, einen wichtigen Bestandteil des allmählichen Prozesses umzukehren, der die allgemeine Risikofreude der Anleger in letzter Zeit implizit unterstützt hat. Zehntausende unserer Nachbarn haben ihr Leben unerwartet aufgrund der Gewalttaten verloren.

Seit etwa 1962 wurde die Welt im Grossen und Ganzen immer sicherer. Der Trend hielt leider nicht ununterbrochen an, aber insgesamt ermöglichte er es Unternehmen und Anlegern, eine integrierte und offene Weltwirtschaft für selbstverständlich zu halten. Die Spielregeln waren jedoch mit Fehlern behaftet. Sie berücksichtigten die externen Effekte nicht, die das Marktumfeld bedrohen, obwohl sie bekannt waren. Plötzlich ist es einfacher, sich vorzustellen, wie alles ins Wanken gerät und weltweit zu düsteren Ergebnissen führt.

Dennoch raten wir noch davon ab, einen neuen Gesamtzusammenhang zu sehen. Es ist verfrüht, vom Zusammenbruch des Westens, dem Ende der Globalisierung, einem weltweiten Energieengpass oder Schlimmerem zu sprechen. China scheint sich von seinem Alliierten zu distanzieren und besteht nicht dringlicher auf seinem Anspruch auf Taiwan.

Wir gehen weiterhin davon aus, dass weder die Welt grossflächig in Flammen aufgeht noch Frieden vor der Tür steht, sondern dass die Zermürbung weitergeht. Obwohl verbissene Auseinandersetzungen schrecklich sind, verwandeln sie vielleicht nicht die gesamte Weltwirtschaft.

## ... UND GEWOHNTE

### Das Inflationsrisiko ...

Höhere Ölpreise und die mögliche Rationierung von Energie auf lokaler Ebene in Teilen Europas im Winter erhöhten und verstärkten das kurzfristige Inflationsrisiko, aber es bestand bereits vor dem Konflikt eine zugrunde liegende Gefahr. Auch wenn Frieden geschlossen wird, bleibt die Inflation problematisch.

Das Inflationsrisiko, das wir im Januar 2021 in unserem Bericht «Inflation: eine Revision» identifizierten, ging nicht von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen aus, sondern von einer Weltwirtschaft, die weniger freie Kapazitäten als üblich hat und in der die Gesamtnachfrage durch unnötig niedrige Zinssätze angekurbelt wurde.

Die Heatmaps unten (Abbildung 2 und 3) veranschaulichen, wie breit angelegt der Aufschwung war. Dennoch gab es einige klare Ausnahmen, etwa die Türkei, wo sich die Preise letztes Jahr beinahe verdoppelten. Am anderen Ende der Skala liegt China.

### ... führt zu einem Zinsrisiko ...

Die Zentralbanken haben ihren Fehler zu spät erkannt. Die künftigen Zinsschritte, die schneller erfolgen und höher ausfallen sollen, als dem Markt zuvor glauben gemacht wurde, gehören zu den Gründen des jüngsten Abverkaufs an den Anleihen- und Aktienmärkten. Die Kursänderung hätte eigentlich niemanden überraschen dürfen.

(Wenn die Zinsen jetzt nicht steigen, müssten wir wahrscheinlich den Verlust der geldpolitischen Glaubwürdigkeit und einen noch heftigeren Kursrutsch etwas später erwägen. Fakt ist, dass die Zinssätze untragbar niedrig waren. Die Frage der Asset-Allokatoren lautet nun, wie sie auf die wahrscheinliche Normalisierung reagieren sollen.)

Die höchsten Zinserhöhungen werden von der US-Notenbank erwartet. Von der Möglichkeit, die Wirtschaft eine Weile heisslaufen zu lassen – gemäss dem überheblichen geldpolitischen Ansatz, der 2020 eingeführt wurde –, hört man nichts mehr. Anfang 2022 sah man im Jahresverlauf Zinserhöhungen von insgesamt 75 Bp. bis auf höchstens 1,5% voraus. Auf dem Höhepunkt der jüngsten Verkaufswelle lagen diese Prognosen bei 300 Bp. bzw. 4%. Der jüngste Zinsschritt der US-Notenbank betrug stolze 75 Bp., der grösste Sprung seit 1994, der die Zinsen auf 1,5% bis 1,75% anheb. Angesichts der Rezessionsängste (siehe unten) fiel der höchste erwartete Satz (2023) wieder auf 3,4%.

Die EZB hat ihren Leitzins noch nicht angehoben, wird dies jedoch bald tun. Ihre Kehrtwende im Vergleich zu Ende 2021, als sie erklärte, die Zinsen würden sich 2022 nicht ändern, kam sogar überraschender als die der US-Währungshüter. Die Zinsen im Euroraum dürften noch einige Jahre nicht ihren Höhepunkt erreichen und dann auch nur ca. 2% betragen (derzeit: -0,5%). Die Bank of England war die erste grosse Zentralbank, die schon im Dezember an der Zinsschraube drehte. Seitdem wirkt sie jedoch weniger entschlossen. Der britische Leitzins dürfte Anfang 2023 ein Hoch von 3,0% erreichen (derzeit: 1,25%).

Der Preis für eine entschiedene Verteidigung der geldpolitischen Glaubwürdigkeit geht wohl an die Schweizerische Nationalbank, die sich im Juni gegenüber der EZB mit einer Zinserhöhung von 50 Bp. profilierte und signalisierte, dass sie auch einen hohen Wechselkurs dulden würde (weitere Straffung der Geldpolitik). Der Entscheid der SNB war besonders beeindruckend, weil die Inflationsrate zu diesem Zeitpunkt unter 3% lag und damit zu den niedrigsten gehörte. Zudem ist die Schweiz sowohl vor importierter Teuerung aufgrund steigender Rohstoffkurse als auch vor einer inländischen Lohn-Preis-Spirale relativ gut geschützt. Der Leitzins beläuft sich jedoch erst auf -0,25%.

Die Aussicht auf einen Höhenflug der Leitzinsen belastete die Anleihen direkt, wobei vor allem die realen Renditen steil anstiegen. Die Breakeven-Inflationsraten, die in zehnjährigen Inflationsanleihen eingepreist sind, fallen jedoch seit einigen Monaten. Die höheren Zinssätze und Anleihenrenditen unterhöhlten die Aktienbewertungen. Sie befeuerten die Erwartung eines Konjunkturabschwungs, belasteten die Gewinnprognosen und schwächten so die Aktienkurse noch deutlicher. Dieser befürchtete Wirtschaftsabschwung hilft zu erklären, warum die implizierten langfristigen Inflationserwartungen gesunken und die prognostizierten höchsten Leitzinsen in jüngster Zeit wieder zurückgegangen sind.

#### **... und einem Rezessionsrisiko**

Eine stärkere kurzfristige geldpolitische Straffung, ein grösseres Rezessionsrisiko, eine frühere erneute Senkung der Zinssätze: Die Märkte haben den künftigen Konjunkturzyklus in wenigen Wochen gemeinsam neu eingeschätzt. In Kombination mit den Medien ergab dies eine überzeugende zukunftsgerichtete Narration, in der Ökonomen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession sehen, in der ein deutlicher, bevorstehender Abschwung unvermeidlich ist.

Aber mehr als eine Geschichte ist es derzeit nicht. Sie klingt spannend, aber die Daten deuten aktuell noch nicht auf einen Zusammenbruch, sondern auf eine Verlangsamung hin. Ökonomen und Märkte sind alles andere als unfehlbar. Paul Samuelson sagte: «Der Aktienmarkt prognostizierte neun der letzten fünf Rezessionen.» Unseres Erachtens ist auch der Anleihenmarkt, an dem sich ein Teil der US-Zinskurve invertiert hat, ebenfalls fehlbar. Genaue Angaben zur Wahrscheinlichkeit einer Rezession sind Effekthascherei, keine Analyse.

Im zweiten Quartal scheint die US-Wirtschaft kaum oder gar nicht gewachsen zu sein. Sollte sie geschrumpft sein, wäre das BIP im zweiten Quartal in Folge rückläufig. Diese Entwicklung würde der allgemein akzeptierten Definition einer Rezession entsprechen. Die BIP-Berechnung ist nicht immer ein guter Indikator dafür, wie ernst ein Abschwung zu nehmen ist. Quartalsbewegungen können von volatilen Komponenten wie Nettohandel und Lagerbeständen beeinflusst werden. Derzeit liegen Hochfrequenzdaten wie der ISM-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe noch auf einem Niveau über dem der «offiziellen» Rezessionen (nach NBER-Definition)

(Abbildung 1). Die wöchentlichen Anträge auf Arbeitslosenunterstützung haben ebenfalls ein schon seit Jahrzehnten nicht mehr beobachtetes Tief erreicht. Die offenen Stellen liegen beinahe auf einem Rekordhoch. Beide Indikatoren sind also weit entfernt von einer Rezession. Zudem unterscheiden sich auch «offizielle» Rezessionen deutlich bezüglich Tiefe und Dauer.

### WIE TIEF KÖNNTE DER ABSCHWUNG AUSFALLEN?

Wir würden uns weniger darauf konzentrieren, wie wir den Abschwung benennen, sondern eher darauf, wie tief er sein könnte. Es gibt gute Gründe anzunehmen, dass er nicht dramatisch ausfällt. Hinzu kommt die oft übersehene Tatsache, dass die prognostizierten Zinssätze, die derzeit das Rezessionsnarrativ prägen, der Inflation nicht vor-, sondern nachlaufen. Die prognostizierten langfristigen realen Zinssätze sind im letzten Jahr gestiegen, aber infolge der galoppierenden Inflation sind die aktuellen kurzfristigen realen Zinssätze auf ein niedrigeres Niveau gesunken.

Natürlich haben die Löhne nicht mit dem Höhenflug der Preise Schritt gehalten. Aber sie steigen, während viele Hypotheken festverzinslich sind. Einige Schulden dürften sehr viel niedriger sein als befürchtet, zum Beispiel die Verschuldung vieler westlicher Staaten, die deshalb gegebenenfalls mehr fiskalischen Spielraum erhalten.

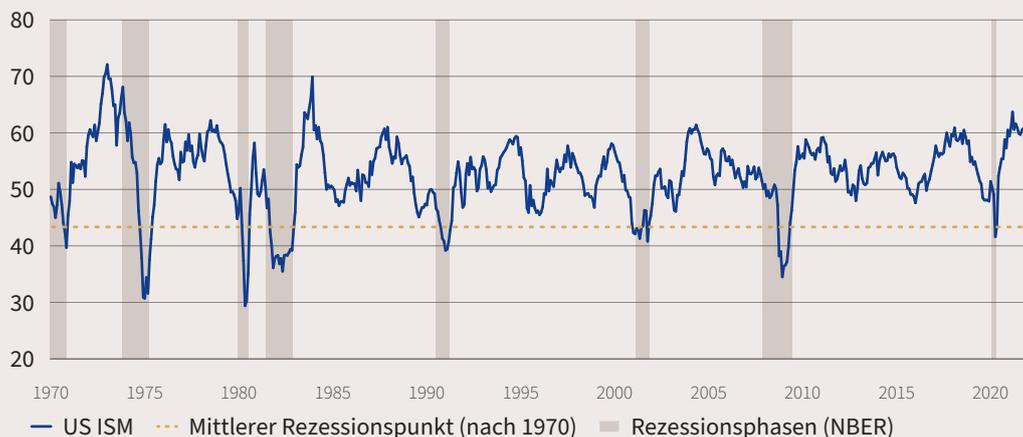
Wie wir bereits im Mai anmerkten, sind die Ölpreise real gesehen gar nicht so hoch. Sie stellen eher ein (sicher schmerzhaftes) Verteilungs- als ein gesamtwirtschaftliches Problem dar. Der Rückstand bei Ausgaben und Lageraufbau nach der Pandemie ist noch hoch. Auf weltweiter Ebene befindet sich China infolge seiner strengen Null-Covid-Strategie auf einem anderen Konjunkturpfad. Deshalb beschleunigt sich sein Wirtschaftsmotor, während sich die Tätigkeit im Westen abkühlt.

Die Unternehmensgewinne sind dank der Erlöse aus dem Ölverkauf vielleicht sogar weniger gefährdet als sonst: Die grossen Aktienindizes umfassen viele Ölproduzenten, aber kaum Unternehmen, bei denen Öl zu den wichtigen Ausgabeposten zählt. Die meisten Unternehmen fühlen die hohen Ölpreise, wenn die Konsumenten weniger ausgeben, was noch nicht der Fall zu sein scheint.

Die Konsumenten sind sicher pessimistisch, aber die Indikatoren für das Verbrauchervertrauen sind definitionsgemäss sehr subjektiv. In Grossbritannien hat ein viel beachteter Index ein Allzeittief erreicht und ist niedriger als während der Pandemie, der Finanzkrise und in den Siebzigerjahren des vorigen Jahrhunderts. Wirklich? Niemand gibt gern mehr für Benzin oder Nahrungsmittel aus, aber die meisten Menschen müssen es tun und viele sind in der Lage dazu, ohne anderweitig zu sparen.

### ABBILDUNG 1: US-WIRTSCHAFT KÜHLT AB, SCHRUMPT NICHT

ISM EMI verarbeitendes Gewerbe und Rezessionen nach NBER-Definition



Quelle: NBER, Institute of Supply Management, Rothschild & Co



Am wichtigsten ist vielleicht, dass wir unsere Einschätzung der Art der Inflationsgefahr (und des Ausmasses der entsprechenden Zinserhöhung als Reaktion darauf) noch nicht geändert haben. Unseres Erachtens liegt ein hartnäckiger Kern unter der vorübergehenden Aufregung. Wir bezweifeln, dass die Teuerung in absehbarer Zeit nachhaltig unter den Zielwert sinkt, und erwarten eine Spanne von 2% bis 4%, was die Zentralbanken und Kapitalmärkte auf Trab halten dürfte. Diese Spanne liegt selbstverständlich weit unter dem aktuellen Niveau und ist nicht hoch genug, um das Geschäftsklima deutlich zu ändern. Wir sind immer noch der Ansicht, es wäre verfrüht, über Stagflation zu sprechen, d. h. eine anhaltend höhere Inflation bei gleichzeitiger wirtschaftlicher Stagnation.

Als die US-Gesamtinflation im Mai auf 8,6% kletterte, bezeichneten die Experten die aktuelle Teuerung in ihrer Hast als nicht «vorübergehend», sondern dauerhaft. Eine solche Behauptung ist völlig übereilt, wie es die Erörterungen unten belegen. Einige Engpässe lösen sich auf, einige Rohstoffpreise sinken. Die Erwerbsquote kann steigen und der Weltwirtschaft geht es sehr viel besser als in den Siebzigerjahren. Wir halten eine Lohn-Preis-Spirale für unwahrscheinlich. Das Angebot könnte elastischer sein als befürchtet.

### **WAS BEDEUTET DAS FÜR ANLEGER?**

Wenn Inflation und Zinsen mit im Spiel sind, gibt es kaum sichere Häfen, in die sich Anleger retten können. Aktien und Anleihen haben deutlich abgegeben. Aktien sind immer ziemlich volatil, aber Anleihen sind es normalerweise nicht. Deshalb kamen die letzten sechs Monate am Anleihenmarkt einem Erdbeben gleich.

Wir können uns vorstellen, dass sich das Narrativ erneut ändert. Uns würde es nicht überraschen, von einer weiteren, moderateren Zinserhöhung zu hören, die nicht von einem neuen Hoch der Gesamtinflationsrate, sondern von einer unerwartet soliden Weltwirtschaft angetrieben wird. Einer Weltwirtschaft, die sich nicht an das für sie geschriebene Szenario halten muss. Denn in der Wirtschaftswissenschaft gibt es kaum Imperative.

Zusammen mit dem anhaltenden Risiko einer breiteren Störung durch den Konflikt meinen wir, diese Möglichkeit kann die allgemeine Risikobereitschaft derzeit deckeln. Taktisch gesehen spricht immer noch viel für Liquidität. Aber die Bewertungen ändern sich.

Substanz kehrt allmählich an den Anleihenmarkt zurück, wo wir (im US-Segment) weniger vorsichtig sind als in den letzten Jahren. Dennoch sind die Renditen noch nicht hoch genug, um eine überzeugende positive reale Verzinsung zu gewährleisten.

Aktien sind bereits um Beträge gesunken, die dem Verlust des Gewinns einiger Jahre und damit einem steilen Abschwung entsprechen. Wenn wir recht haben, bieten Aktien, die aktuell nicht übertrieben teuer sind, immer noch die beste Möglichkeit, die hartnäckige, wenn auch nicht furchterregende, Inflation zu schlagen, die wir erwarten. Aber das ist kein dringliches Anliegen. Unsere taktische Überzeugung bleibt niedriger als in den letzten Jahren. Wir rieten bereits im Januar (in Bezug auf die Zinsen) und im Februar (in Bezug auf den Konflikt) zu mehr Vorsicht und nehmen diese Empfehlung nicht zurück, ungeachtet unserer langjährigen Skepsis gegenüber Versuchen, den Markt zu timen ...

Eine letzte Bemerkung zum Devisenmarkt. Mit der Ausnahme von (beispielsweise) Yen und Franken sind die übrigen Wechselkurse nicht aus den jüngsten Handelsspannen ausgebrochen, obwohl der Dollar an Dynamik gewonnen hat.

Das könnte sich ändern, sofern die Zinssätze und die Konjunktur sich nun stark unterschiedlich entwickeln. Derzeit haben wir in dieser Hinsicht allerdings nur wenige starke Überzeugungen. Es ist unmöglich, den Wert durch Wechselkursprognosen systematisch zu steigern. In letzter Zeit wurden zudem die Bewegungen, die Portfolios beeinflussen, von Wertpapieren und nicht von Devisen angetrieben.

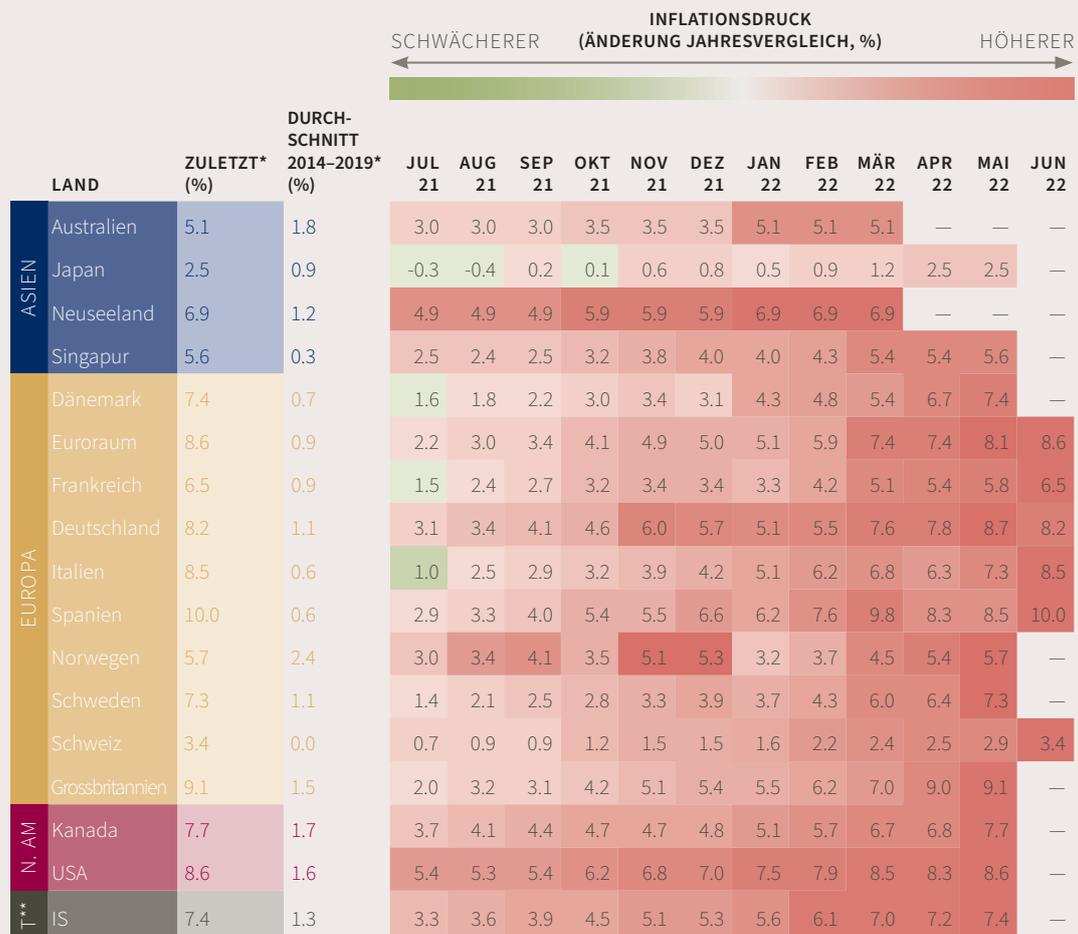
# Inflation: Heatmaps und kurzfristige Prognosen

Die Gesamtinflation ist in den USA und Europa seit Jahrzehnten erstmals auf ein neues Hoch geschneilt, und in fast allen Industriestaaten ist die Teuerung hoch (Abbildung 2).

In den USA erreichte die Konsumentenpreisinflation ein 40-Jahreshoch von 8,6%. In Grossbritannien lag die Rate bei 9,1% und dürfte am Jahresende 11% übersteigen, wenn die Energiepreisdeckelung aufgehoben wird. Im Euroraum ist die Gesamtinflation mit 8,6% auf einem Rekordhoch angelangt. Sogar in der Schweiz, wo die Konsumentenpreise vor der Pandemie ziemlich stabil waren, betrug die Teuerung im Juni 3,4%. Die Inflation des Industriestaaten-Aggregat stieg im Mai auf 7,4%.

**ABBILDUNG 2: HEATMAP DER INFLATION IN DEN INDUSTRIESTAATEN**

Gesamtinflationen, in %, im Jahresvergleich



Quelle: Rothschild & Co

Die Heatmap veranschaulicht die prozentuale Änderung im Jahresvergleich der Gesamtinflationenrate. Das IS-Aggregat ist eine BIP-gewichtete Reihe. Die Schattierung beruht auf der Entwicklung der einzelnen Elemente ab 2000. Die Gesamtinflation der Länder im Euroraum beruht auf dem HVPI. \*Jahresvergleich. \*\*T = total.

Schwellen- und Frontier-Länder leiden ebenfalls unter den anziehenden Konsumentenpreisen (Abbildung 3). Vorübergehende Teuerung ist in Schwellenländern keine Neuheit. Dennoch liegen die jüngsten Daten in fast allen Schwellenländern über dem Durchschnitt des Zeitraums 2014–2019. Ohne China übertraf die von uns gemessene Inflationsrate in den Schwellenländern im Mai 14%.

Regional zeigte sich ein allgemeiner Inflationsdruck ab Mitte 2021 in den grösseren lateinamerikanischen Staaten. Gegen Ende Jahr waren auch die Schwellenländer in der EMEA-Region betroffen. Die russische Invasion in der Ukraine Ende Februar erhöhte den Druck weiter.

### ABBILDUNG 3: HEATMAP DER INFLATION IN DEN SCHWELLENLÄNDERN

Gesamtinflationsraten, in %, im Jahresvergleich



Quelle: Rothschild & Co

\*Die Argentinien-Reihe beginnt erst 2018. Deshalb beginnt unser (BIP-gewichtetes) Schwellenländer-Aggregat auch erst 2018. Die Heatmap veranschaulicht die prozentuale Änderung im Jahresvergleich der Gesamtinflationsrate. Die Schattierung beruht auf der Entwicklung der einzelnen Elemente ab 2000 (um himmelhohe Inflationsperioden zu vermeiden). \* Jahresvergleich. \*\*T = total.



Die Schwellenländer in Asien verzeichneten bislang einen mässigeren Anstieg, da sie an einem anderen Punkt im Konjunkturzyklus angekommen sind (China war in den letzten Monaten zum Teil im Lockdown). Eine bessere staatliche Führung (oder strengere Regeln) waren wie die grössere Abhängigkeit von Reis (anstatt Weizen) ebenfalls Treiber.

Einige der roten Zonen auf unseren Heatmaps könnten sich jedoch schon bald abkühlen. Unterhalb der Oberfläche scheint der Druck etwas nachzulassen, nicht nur wegen der schwachen Nachfrage, auch die Engpässe könnten sich allmählich auflösen.

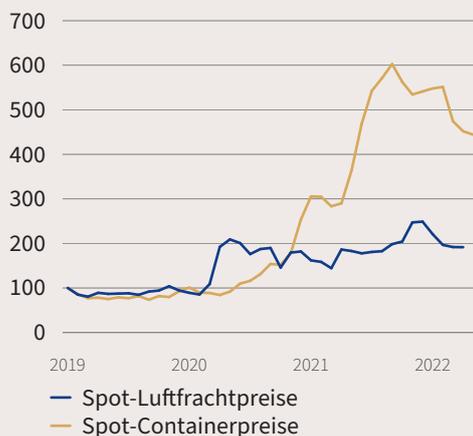
Der stärkste Druck auf die Lieferkette, der auch für die Warenpreise, d. h. den Ursprung der Inflationsdynamik, ausschlaggebend ist, könnte hinter uns liegen. Die Preisindizes für Container- und Luftfracht haben den Höhepunkt überschritten. Auf die beiden Frachtarten entfallen rund 80% des Welthandelsvolumens (Abbildung 4). Die Frachtkosten liegen noch über dem Niveau vor der Pandemie, aber das Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage dürfte sich in jüngster Zeit verbessert haben. Auch der Global Supply Chain Pressure Index der Federal Reserve Bank of New York erreichte Ende letzten Jahres seinen Höchststand. Diese Entwicklung könnte sich in den Konsumentenpreisindizes unterhalb der Gesamtinflation zeigen: Die Kerninflationsrate, d. h. ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise, in den USA, Grossbritannien und dem Euroraum ist leicht gesunken.

Wie bereits erwähnt, dürften auch die Rohstoffpreise wieder zurückgehen. Der Ölkurs erreichte Anfang März ein Hoch, der in Chicago gehandelte Weizenpreis Mitte Mai (und liegt nun unter dem Niveau vor der Invasion). Einige Industriemetalle notieren auf einem bemerkenswert niedrigen Niveau: Kupfer liegt beispielsweise auf dem tiefsten Punkt seit Anfang 2021.

Auch wenn die Energiepreise hoch bleiben, wird der anfängliche Anstieg mit der Zeit nicht mehr in der Ermittlung der Jahresinflation berücksichtigt und die Basiseffekte kommen ins Spiel (Abbildung 5). Anfang 2023 könnte der Beitrag der Energie zur jährlichen Inflationsrate in den USA weniger als 1 Prozentpunkt betragen, während er sich in jüngster Zeit auf 2 bis 3 Punkte belief.

#### ABBILDUNG 4: CONTAINER- UND LUFTFRACHTPREISE

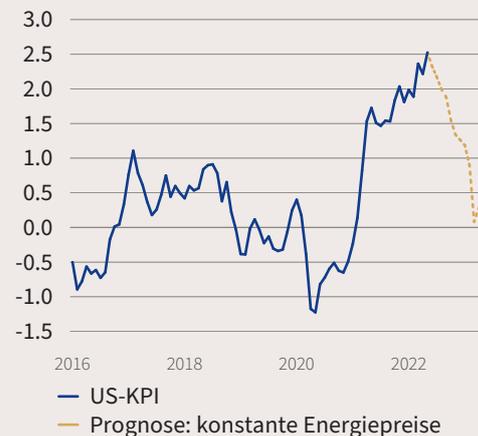
Umbasierter Index (Januar 2019 = 100)



Quelle: Drewry Research, Rothschild & Co

#### ABBILDUNG 5: BEITRAG DER ENERGIEPREISE ZUM US-GESAMTKONSUMENTENPREISINDEX

Prozentualer Beitrag zur Jahresrate



Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics, Rothschild & Co

# Arbeitskämpfe: Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit einer Lohn-Preis-Spirale?

Streikbewegungen scheinen an Boden zu gewinnen. In Grossbritannien kann man sie kaum noch ignorieren: U-Bahn- und Bahnbeschäftigte setzen die Arbeit aus, Abstimmungen der öffentlich Bediensteten sollen folgen, einschliesslich der Pflegepersonen, Lehrkräfte und vielleicht sogar der Ärztinnen und Ärzte. Der Streik der Müllabfuhr erinnerte klar an 1978/79.

Im Privatsektor in den USA gründeten die Beschäftigten von Apple eben ihre erste Gewerkschaft und folgten damit in die Fussstapfen von Amazon und Starbucks. Der Technologie- und der Logistiksektor waren zwar auf ihre inklusiven Modelle stolz, das hielt sie jedoch bis jetzt nicht davon ab, in einigen Fällen ihre dominante Marktposition zu nutzen, um die Löhne niedrig zu halten. Die Erwerbsquote hat sich von ihrem pandemiebedingten Rückgang noch nicht erholt, deshalb ist die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmenden höher.

Ist das nun der oft prognostizierte Wendepunkt im Gleichgewicht zwischen den Tarifpartnern?

Wir sind nicht davon überzeugt, beobachten die Lage aber aufmerksam. Die Arbeitsmärkte sind angespannt und die Reallöhne leiden unter den Energiekosten, aber die aktuellen Beziehungen zwischen Arbeitnehmenden und Arbeitgebern unterscheiden sich qualitativ von jenen in den 1970er-Jahren und könnten es auch weiterhin tun.

Die Gewerkschaften haben deutlich weniger Mitglieder als früher. Natürlich ist das ein heikles Thema. In Grossbritannien gehörten die gesetzliche Entmachtung der Gewerkschaften in den 1980er-Jahren und die entscheidende Kraftprobe mit den Bergarbeitern zur Politik der Regierungen unter Margaret Thatcher. Sie hätte jedoch nicht ohne die Unterstützung der öffentlichen Meinung gesiegt, weil das Pendel zuvor zu stark in Richtung der Gewerkschaften ausgeschlagen hatte. Die Globalisierung, der relative Rückgang des verarbeitenden Gewerbes und der jüngste Anstieg der informellen bzw. Fernarbeit spielen ebenfalls eine Rolle.

Heute gehören 10% (USA) bzw. 25% (Grossbritannien) der Arbeitnehmenden einer Gewerkschaft an (Abbildung 6). Die Lage im Euroraum ist kompliziert, da die Arbeitsmärkte relativ starr sind und die Arbeitnehmenden mehr oder minder, im Allgemeinen jedoch strenger geschützt sind. In Frankreich profitieren beinahe alle Erwerbstätigen von Gesamtarbeitsverträgen, auch wenn sie nicht einer Gewerkschaft angehören. In Deutschland nimmt die Gewerkschaftszugehörigkeit seit den Hartz-Reformen in den 1990er-Jahren schneller als in Grossbritannien ab.

Das Ausmass der Arbeitskämpfe in den 1970er-Jahren zeigt uns, was uns erwarten könnte. In diesem schwierigen Jahrzehnt wurden in Grossbritannien jedes Jahr durchschnittlich 12 Millionen Arbeitstage gestreikt. Dabei gab es natürlich deutlich weniger Erwerbstätige (Abbildung 7). Die aktuellen Auseinandersetzungen sind bedeutungslos im Vergleich zu den historischen Daten und lassen sich nicht vergleichen. Die grösste Bewegung aller Zeiten in Grossbritannien war natürlich der Grosse Streik im Jahr 1926, der sogar die Höhepunkte der 1970er-Jahre in den Schatten stellt. 1926 wurden beinahe so viele Arbeitstage verloren wie im letzten halben Jahrhundert. Auch damals gab es deutlich weniger Erwerbstätige.

Die Arbeitslosenquote liegt in den USA und Grossbritannien wieder auf einem 50-Jahrestief. Dieses Niveau wurde im letzten Zyklus im Jahr 2019 kurz gemessen. Da die Lebenshaltungskosten steigen, dürfte der Druck nicht so schnell nachlassen. Dennoch sind die Löhne nur mässig gestiegen. Wenn die Nahrungsmittel- und Energiepreise bald wieder sinken, dürfte auch der Druck durch die Lebenshaltungskosten nachgeben.

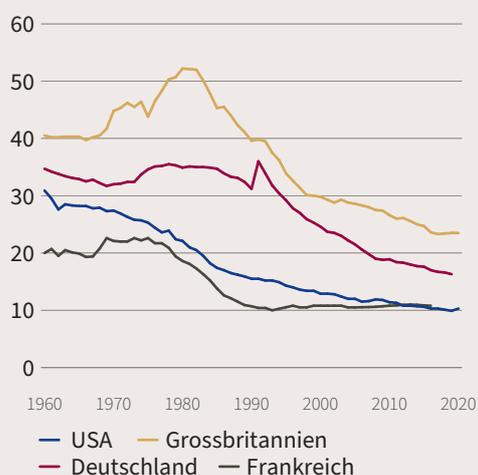
Die Löhne im US-Privatsektor wachsen jährlich um 6,5%, so schnell sind sie schon seit 1981 nicht mehr gestiegen. Dennoch liegt das Wachstum unter der aktuellen Inflationsrate. Die entsprechenden Zahlen in Grossbritannien und Europa sind 4,2% bzw. 3,1% (der Prozentsatz im Euroraum hinkt etwas nach).

Die Löhne werden sich gewiss stärker erhöhen. Aber auch wenn die Löhne steigen, dürfen wir nicht vergessen, dass das laufende Produktivitätswachstum, das einen Keil von 1% bis 2% zwischen die Lohnerhöhungen und die Stückkosten schiebt, die Lohn-Preis-Spirale ebenfalls verlangsamt. Damit die Lohnerhöhungen die Inflation auf den aktuellen 8% bis 9% halten, müssten sie tendenziell rund 10% betragen.

Derzeit sehen wir nur ein langsames Wiederaufleben der Phillips-Kurve, die niedrige Beschäftigungslosigkeit mit hoher Lohninflation in Verbindung bringt. Das genügt jedoch, um uns davon zu überzeugen, dass eine Rückkehr zu einer Konsumentenpreis-inflation von unter 2% in baldiger Zukunft unwahrscheinlich ist und dass die Zentralbanken weiter an der Zinsschraube drehen werden. Aber diese historische Perspektive und die Tatsache, dass es so viele bewegliche Teile in der Wirtschaft gibt, deuten darauf, dass die Lohn-Preis-Spirale kaum zurückkehren wird.

**ABBILDUNG 6: GEWERKSCHAFTSZUGEHÖRIGKEIT**

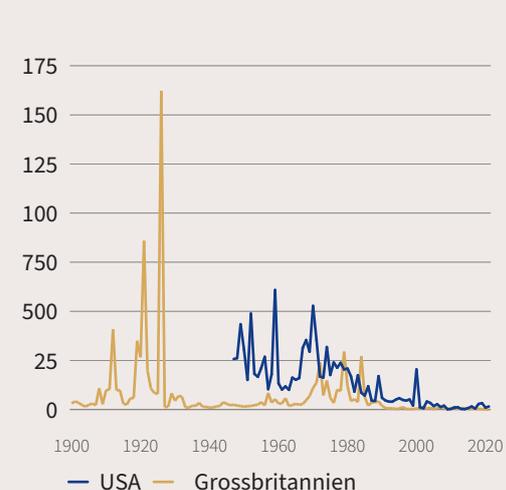
Prozentsatz der Arbeitnehmenden (%)



Quelle: OECD, Rothschild & Co

**ABBILDUNG 7: ARBEITSTAGE GESTREIKT**

Millionen



Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics, Office for National Statistics, Rothschild & Co

# US-Zwischenwahlen: lahme Ente?

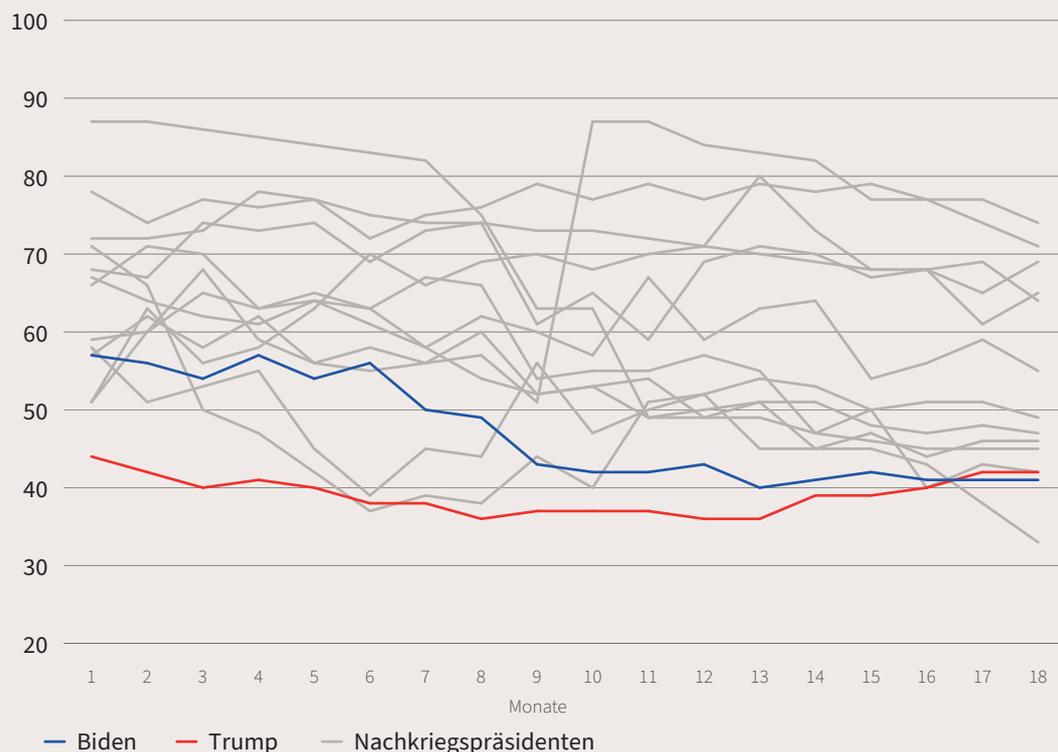
Die US-Zwischenwahlen scheinen vorbeizufiegen. Anfang November gehen die USA wieder zu den Urnen, um die Zusammensetzung des Kongresses zu bestimmen. Wenn die Lehren aus der Vergangenheit stimmen und die US-Zwischenwahlen tatsächlich die Beliebtheit des Präsidenten anzeigen, stehen die Demokraten in beiden Kammern vor einer grossen Herausforderung (Abbildung 8).

Das Zweikammersystem beruht auf zwei Zyklen: Alle Mitglieder des grösseren Repräsentantenhauses werden alle zwei Jahre neu gewählt, während nur ein Drittel der Mitglieder des kleineren Oberhauses, des Senats, neu gewählt wird. Unabhängig davon steht die Rechnung auf Messers Schneide: Die Demokraten haben 220 Sitze des 435-köpfigen Repräsentantenhauses, also kaum mehr als die 218 Sitze, die für eine Mehrheit erforderlich sind. Die Sitze im Senat sind sogar genau geteilt.

Biden war eigentlich im letzten Jahr eine lahme Ente. Interne Parteikonflikte hinderten ihn daran, einige seiner wichtigsten Wahlversprechen einzulösen. Sein ehrgeiziges «Build Back Better»-Gesetz, das viele ökologische Vorschriften umfasst, wird immer weiter verwässert und dürfte kaum verabschiedet werden. Das bedeutet in der Praxis, dass der Verlust der Mehrheit im Kongress, wie hoch er auch ausfallen mag, die legislative Dynamik kaum beeinflussen kann, da sie eigentlich nicht existiert.

**ABBILDUNG 8: BELIEBTHEIT VON PRÄSIDENT BIDEN**

Netto-Beliebtheit im ersten Mandat



Quelle: Gallup, Rothschild & Co

# 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	2.9	-9.6	-2.4
10-J.-US-Gilt	2.1	-8.1	-6.3
10-J.-Bundesanleihen	1.2	-10.8	-11.8
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	0.9	-6.8	-9.5
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.2	-1.5	-2.5
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	2.8	-8.4	-2.8
Globale Anl.: Hochzins (USD)	9.4	-15.2	-5.2
EM (USD)	7.1	-17.5	-10.0

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

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

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.3	-12.1	23.3
DM	2.2	-10.9	25.5
EM	2.9	-20.5	8.6
US	1.7	-12.6	33.2
Eurozone	3.5	-14.2	5.3
UK	4.1	7.8	7.6
Schweiz	2.9	-9.5	12.6
Japan	2.5	-3.2	25.5

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## SELECTED EXCHANGE RATES

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	114.7	7.7	6.1
Euro (EUR)	125.3	-3.4	0.7
Yen (JPY)	76.5	-13.4	-18.1
Pfund (GBP)	79.5	-2.3	4.3
Schweizer Franken (CHF)	176.7	7.3	11.6
Chin. Yuan (CNY)	146.4	6.1	11.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	291.8	36.0	61.1
Brent Rohöl (\$/b)	111.6	47.2	71.6
Gold (\$/oz.)	1,811.4	1.9	30.9
Industriemetalle (1991 = 100)	325.2	-1.5	38.1
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	26.7	72.5	89.9
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	144.2	150.6	116.7

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per  
30. Juni 2022.

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 Informations- und Marketingzwecken 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.