



MARKTAUSBLICK | NOVEMBER 2022

Die alte Normalität

Vorwort

Das Vereinigte Königreich stand im letzten Monat auf ungewöhnliche Weise im Blickpunkt der globalen Anleger. Sie - und auch wir - waren wie gebannt von einer Fülle an Blamagen und einer Krise am Markt die Staatsanleihen des Landes (Gilts), die angeblich (wir haben unsere Zweifel) die globale Finanzstabilität bedrohte.

Die Lage hat sich weiterentwickelt, und zwar bemerkenswert schnell. Aber fürs Protokoll:

- Das fiskalische Fiasko, das als „Mini-Budget“ bezeichnet wurde, war widersprüchlich, inkohärent und unverständlich und kam nach einer weiteren fragwürdigen Erhöhung der britischen Zinssätze zustande. Aber es hat nicht die Wirtschaft zum Absturz gebracht oder die öffentlichen Finanzen des Vereinigten Königreichs unhaltbar gemacht. Die Solvenz der leistungsorientierten Rentensysteme verbesserte sich trotz abnehmender Liquidität.
- Die Preise für Erdgas fielen sogar noch, als die scheidende Regierung ihre Kalkulation für die Entlastung bei den Energiekosten vorstellte - den Hauptbestandteil des Steuerereignisses, der von nahezu allen als notwendig akzeptiert wurde.
- Der Großteil der umstrittenen Maßnahmen wurde schnell zu den Akten gelegt, die Staatsanleihen haben sich stark erholt und das Pfund notiert gegenüber dem Euro über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Möglicherweise redet sich die neue Regierung selbst unnötigerweise in ein Spardiktat hinein. Das britische Amt für Haushaltskontrolle (Office for Budgetary Responsibility) hat die für 2025 prognostizierte Schuldenquote bereits um fast 20 Prozentpunkte des BIP gesenkt, obwohl es dies bei der Herbstklärung am 17. November vielleicht nicht unbedingt in den Vordergrund stellen wird.
- Die Konjunktur des Vereinigten Königreichs hat sich in letzter Zeit nicht wesentlich schlechter entwickelt als die der anderen Länder. Sie hat nicht von einem Tag zum anderen das Wachstum eingestellt.

Das heißt nicht, dass das Vereinigte Königreich zu unseren bevorzugten Märkten gehört, und während die Rendite der 30-jährigen Gilt kurzzeitig mit 5 % attraktiv war, ist sie mit 3,5 % nicht mehr so überzeugend.

Weitere Nachrichten... die prognostizierten Zinssätze auf beiden Seiten des Atlantiks befinden sich wieder auf Niveaus, die wir früher als „normal“ bezeichnet hätten. Sie könnten noch eine Weile über ihr Ziel hinausschießen, nicht zuletzt, weil die Inflation ihren Höhepunkt noch nicht erreicht hat und die Volkswirtschaften noch nicht zusammenbrechen. Aber die Bewertungen der globalen Aktien und (zunehmend) der Staatsanleihen sind ein Hinweis darauf, dass auf dem heutigen Niveau langfristige Renditen möglich sind, die die Inflation übertreffen. Taktisch gesehen hat das Bargeld aber immer noch seinen Reiz. Wir bezweifeln, dass ein Einbruch bevorsteht, wenngleich das kurzfristige Ertragsrisiko auch weiterhin hoch ist.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Globale Anlagestrategen

Bildquellen: Britische Banknote
© Gettyimages

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

© 2022 Rothschild & Co
Wealth Management

Datum der Veröffentlichung:
November 2022.
Daten: alle Angaben per 31.
Oktober 2022.

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

Bedrohungen für das Wachstum: Steht eine Trendwende bevor?

Die weit verbreitete Überzeugung, dass uns ein größerer Wirtschaftsabschwung bevorsteht, wird von zwei Faktoren bestimmt: dem Druck auf die Reallöhne, der durch die Energie- und Lebensmittelkosten verursacht wird, und der Normalisierung der Zinssätze, während die Zentralbanken versuchen, ihre ramponierte monetäre Glaubwürdigkeit zu reparieren. Es gibt auch noch andere Faktoren, aber diese beiden stehen klar im Vordergrund.

Der Anstieg der Primärkosten könnte seinen Höhepunkt erreicht haben, wie wir nachfolgend feststellen. Vor allem die europäischen Erdgaspreise sind seit August stark rückläufig, wie sogar die britische BBC jetzt berichtet hat. Es gibt natürlich keine Garantie dafür, dass die Lebensmittel- und Gaspreise nicht wieder steigen - aber es gibt keinen langfristigen Mangel an Rohstoffen und Energie auf der Welt, und je mehr Zeit vergeht, desto wahrscheinlicher ist es, dass zusätzliches Angebot, Substitutionen oder Anpassungen die Preise wieder nach unten drücken werden.

Unterdessen werden die in Not geratenen Haushalte und Unternehmen von den Regierungen, die es sich leisten können, sich hierfür zu verschulden, unterstützt. Das Gerede von unhaltbaren Staatsfinanzen ist falsch, ob in Italien, den USA oder sogar im Vereinigten Königreich, wo die Reaktion des Establishments auf das finanzpolitische Fiasko des „Mini-Budgets“ fast so peinlich war wie das Ereignis selbst (Abbildung 1).

Die prospektiven Zinssätze - die in den aktuellen Geldmarktkurven eingebetteten Zinssätze - sind inzwischen auf beiden Seiten des Atlantiks weit gestiegen und lagen zuletzt auf einem Niveau, das früher als „normal“ bezeichnet wurde (Abbildung 2). Sie könnten diese Niveaus leicht überschreiten, schließlich haben sie sie gerade ein Jahrzehnt lang unterschritten, wenn dieser Preisdruck nachlässt, werden sie wahrscheinlich nicht lange anhalten.

ABBILDUNG 1: SCHULDENQUOTEN DER INDUSTRIELÄNDER

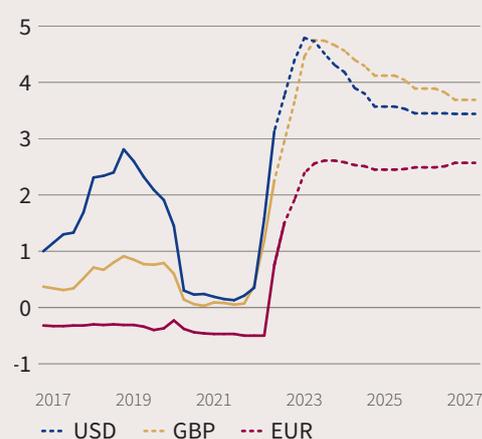
Netto-Staatsverschuldung in % des BIP



Quelle: Rothschild & Co, IWF

ABBILDUNG 2: VOM MARKT IMPLIZIERTE LEITZINSEN

Overnight-Index-Swap (Laufzeit 3 Monate), in %



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Die Löhne haben nicht so reagiert, wie sie es hätten tun können, weshalb wir vor diesem Engpass stehen, und der routinemäßige Aufbau neuer Kapazitäten (und das Vorhandensein von Arbeitern, die vorzeitig ausgeschieden sind oder aufgegeben haben) könnte dazu führen, dass sich die Kerninflation im Jahr 2023 ebenfalls allmählich verlangsamen wird. Wenn die nominalen Zinssätze ihren Höchststand in der Nähe der jüngsten Niveaus erreichen, werden sie real gesehen historisch niedrig bleiben. Das ist ein schwacher Trost für Menschen, die mit erschreckend steigenden Hypothekenrechnungen konfrontiert sind - aber die meisten Haushalte in den USA und im Vereinigten Königreich (zum Beispiel) sind nicht in dieser Situation (und werden es auch nicht sein). Und wie wir beim letzten Mal festgestellt haben, gibt es in der Wirtschaft viel kurzfristigen Spielraum: Das verfügbare Einkommen und die Ausgaben bewegen sich beispielsweise nicht im Gleichschritt oder oft nicht einmal in dieselbe Richtung.

Das alles bedeutet nicht, dass es keinen Abschwung gibt. Wir halten einen größeren Rückschlag nicht für unvermeidlich. Wenn die heutige Weltwirtschaft nicht mehr so inflationär ist wie früher und wenn die Geldpolitik zwar ungeschickt, aber nicht so rücksichtslos war, wie sie es hätte sein können, brauchen wir vielleicht gar keine Inflationsbekämpfung.

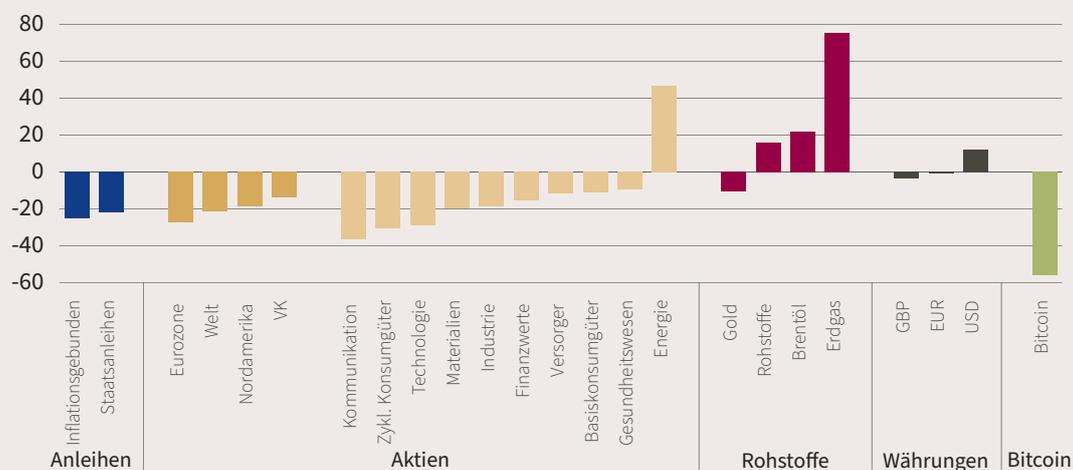
Seit der letzten Veröffentlichung der *Marktausblick* signalisieren die Daten eher eine Verlangsamung als einen Zusammenbruch. In China und den USA hat sich das Wachstum im letzten Quartal sogar beschleunigt, auch wenn wir bezweifeln, dass dies die pessimistische Stimmung gegenüber dem chinesischen Aktienmarkt wesentlich verbessern wird. Die aktualisierten Prognosen des IWF scheinen unsere Einschätzung zu bestätigen (obwohl uns das nicht wirklich beruhigen sollte). So schrumpften die großen Volkswirtschaften in den Jahren 2009 und 2020 um 3,7 % bzw. 4,8 %, während es durchaus möglich ist, dass das kollektive Wachstum im Jahr 2022 positiv war und auch im Jahr 2023 noch positiv sein könnte.

FAZIT FÜR ANLAGEN

Aus Sicht der Anleger ist die wichtigste Frage jetzt, wann man kaufen sollte und nicht, wann man verkaufen sollte. Wir haben den Kauf von Staatsanleihen viele Jahre lang nicht empfohlen, aber in letzter Zeit sind die Renditen, vor allem in den USA, Italien und Großbritannien, auf einem Niveau, das unserer Meinung nach sogar die höhere Inflation, die das nächste Jahrzehnt prägen könnte, übertreffen kann. Daher betrachten wir diese Anlageklasse weniger skeptisch als bisher. Die Bewertungen der Aktienmärkte schienen in letzter Zeit sehr günstig und bieten unserer Meinung nach langfristig überzeugend positive reale Renditen. Wir bezweifeln jedoch,

ABBILDUNG 3: RENDITEN IN DEN ANLAGEKLASSEN

Seit Jahresbeginn, in %



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Fußnote: Anleihen und Aktien sind in US-Dollar angegeben, ohne Absicherung auf Grundlage der Gesamtrendite. Rohstoffe sind in US-Dollar angegeben, mit Ausnahme von Erdgas, das auf Grundlage von TTF-Futures für die Eurozone angegeben ist. Währungen sind auf Grundlage der Nominal Broad Effective Exchange Rates von JP Morgan angegeben. Stand der Daten: 31. Oktober.



dass das Risiko in puncto Zinsen und Unternehmensgewinne seinen Höhepunkt erreicht hat, und glauben, dass derzeit taktisch die meisten Argumente für Bargeld sprechen. Wie wir an dieser Stelle schon mehrfach argumentiert haben, sind Barmittel - selbst auf realer Basis - weniger volatil als Aktien und Anleihen.

Zinssätze und Erträge sind natürlich nicht die einzigen Ursachen für ein anhaltendes taktisches Risiko. Es war ein turbulentes Jahr (Abbildung 3), und die Rückgänge an den Märkten könnten eine größere, kaskadenartige Finanzkrise auslösen. Dieses Risiko wurde vielleicht durch den (buchstäblichen) Kollateralschaden sichtbar, den britische Pensionsfonds durch den Abverkauf der britischen Staatsanleihen im September erlitten. Auf das systemische Risiko gehen wir nachfolgend näher ein: Der wichtigste Punkt ist hier vielleicht die Feststellung, dass die Bilanzen der Regierungen und Zentralbanken und nicht die der Banken in letzter Zeit am stärksten gewachsen sind.

EIN KONZEPT FÜR DEN WIEDEREINSTIEG

Welche wichtigen Entwicklungen könnten wir beobachten, während wir auf die Empfehlung zum Wiedereinstieg warten? Wenn wir jetzt noch nicht so weit sind, woran könnten wir erkennen, wann wir es sind?

Natürlich ist nicht immer ein Katalysator erforderlich: Manchmal steigen (oder fallen) Märkte einfach aus Gründen, die erst nach dem Ereignis (wenn überhaupt) deutlich werden. Es passiert, wenn es passiert. Die folgenden Ereignisse würden jedoch auf unserer Liste der Katalysatoren für eine Erholung stehen (und unter den derzeitigen positiv korrelierten und günstiger bewerteten Umständen könnte dies eine Erholung sowohl bei Aktien als auch bei Anleihen bedeuten).

Sinkende Kerninflation

Am ehesten scheint dies in den USA möglich zu sein, auch wenn der Arbeitsmarkt dort angespannter ist. Der starke US-Dollar könnte eine solche Entwicklung unterstützen, ebenso wie eine Umkehrung des Anstiegs der Immobilienpreise nach der Pandemie. Damit die Aktienmärkte in vollem Umfang davon profitieren können, muss die Disinflation ohne diesen großen wirtschaftlichen Rückschlag einsetzen.

(Weiterer) Einbruch der Gaspreise

Mit den britischen und niederländischen nächstfälligen Futures-Kontrakten, die sich seit ihren Höchstständen im August halbiert haben, hat sich diese Entwicklung wohl bereits vollzogen. Noch zweifeln die Anleger offensichtlich daran, dass die Preise niedrig bleiben. Sollten sie jedoch noch einmal deutlich sinken, was trotz des nahenden Winters und der anhaltenden Fluktuation durchaus möglich ist, würde sich eine der größten Bedrohungen für das Wachstum und ein wichtiger Faktor für die Gesamtinflation umkehren.

Ein Umschwenken der Zentralbanken (Pivot)

Eine simple Logik, aber ein wichtiger Punkt: Wenn die Notenbanken das Gefühl haben, dass sie das Ende ihres Straffungszyklus absehen können (selbst wenn die Kerninflation zu diesem Zeitpunkt noch nicht ihren Höhepunkt erreicht hat und selbst wenn ihre Glaubwürdigkeit geschwächt ist) werden die Märkte ihnen wahrscheinlich folgen. Das könnte Anleihen stärker begünstigen als Aktien (wenn die Entscheidung durch schwache Wirtschaftsdaten beeinflusst wird).

Volkswirtschaften beginnen zu schrumpfen

Selbst wenn die Kerninflation hoch und die Zentralbanken untätig wären, würde dies wahrscheinlich eine starke Erholung am Anleihenmarkt auslösen, denn es würde signalisieren, dass eine niedrigere Kerninflation und niedrigere Leitzinsen nur eine Frage der Zeit sind. Die Staatsverschuldung würde in die Höhe schnellen, aber der Zyklus schlägt die Ausgabe von Staatsanleihen. Das wäre natürlich eine schlechte Nachricht für die Erträge der Unternehmen, aber eine Verbesserung der Zinssätze könnte ausreichen, um bei den Aktienmärkten einen „Blick über den Tellerrand hinaus“ auszulösen, was nicht ungewöhnlich ist.

Es wird Frieden geschlossen

Das wäre ein Signal dafür, dass die Spannungen im Zusammenhang mit Energiepreisen und Handelsbeziehungen nachlassen. In dem Maße, in dem dies eine deutliche Verringerung des Wachstumsrisikos bedeuten würde, könnte man annehmen, dass es erneute Sorgen

hinsichtlich der Zinsen mit sich bringen könnte. Allerdings würde die daraus resultierende höhere Risikobereitschaft wahrscheinlich andere Überlegungen in den Hintergrund drängen. Staatsanleihen würden vom Rückgang der Gesamtinflation profitieren (und obwohl sie weniger Risiken bergen als Aktien, waren sie in letzter Zeit sehr unbeständig und sind riskanter als Bargeld).

Entspannung der Lage in Taiwan

Eine solche Entwicklung könnte die tiefgreifendsten Auswirkungen haben: Das Risiko einer Eskalation von der Rhetorik zu Handlungen ist vielleicht das größte Einzelrisiko, dem die Welt derzeit ausgesetzt ist. Die bevorstehenden Zwischenwahlen in den USA könnten Präsident Biden zu einem diplomatischen Vorstoß veranlassen. Aber leider ist es auch das unwahrscheinlichste Ereignis auf unserer Liste: China wird seine Ansprüche niemals aufgeben, und der US-Präsident scheint nicht in der Lage zu sein, dieses schwierige Thema differenziert anzugehen.

Einbruch des US-Dollars

Ein Richtungswechsel des Dollars ist wahrscheinlich eher ein Effekt als eine Ursache, und wir glauben, dass er jetzt an Dynamik verlieren könnte, weil sich die US-Zinsen ihrem Höhepunkt nähern (und sich die globale Risikobereitschaft einem Tiefpunkt nähert). Wir rechnen allerdings nicht mit einer dramatischeren Wende.

Ein solcher Richtungswechsel ist aus Gründen, die von den anderen oben genannten Überlegungen unabhängig sind, möglich. Der Dollar ist teuer (er liegt inflationsbereinigt etwa 2,5 Standardabweichungen über seinem 10-Jahres-Trend) und könnte schon bald unter seinem eigenen Gewicht zusammenbrechen. Das würde das Wachstum in Europa nicht direkt beeinflussen, aber es würde das Ertragsrisiko am wichtigeren US-Aktienmarkt mindern und gleichzeitig das Inflations- und Zinsrisiko in den exponierteren europäischen Volkswirtschaften reduzieren (vorausgesetzt, US-Notenbank „Fed“ würde darauf nicht noch restriktiver reagieren). Die Schwellenländer stehen nicht im Zentrum dieses Sturms, aber ein schwächerer Dollar würde dort einige Kreditrisiken verringern und gleichzeitig die globale Risikobereitschaft erhöhen.

Inflation: ermutigende Signale

Das Inflationsumfeld bleibt auf den ersten Blick auch weiterhin besorgniserregend.

In einigen besonders fortschrittlichen Volkswirtschaften (z. B. in den USA) haben die Inflationsraten erst seit kurzem begonnen, sich zu drehen, während sie in anderen Ländern (z. B. im Vereinigten Königreich und in der Eurozone) bereits die höchsten Werte seit mehreren Jahrzehnten erreicht haben. Außerdem hat sich die Kerninflation weiter beschleunigt (Abbildung 4). Auch in den Schwellenländern hat der Druck nicht nachgelassen: Unmittelbar vor der Finanzkrise 2007-08 waren ähnliche Inflationsraten zu beobachten, und wenn man China ausklammert, ergibt sich ein noch beunruhigenderes Bild (Abbildung 5).

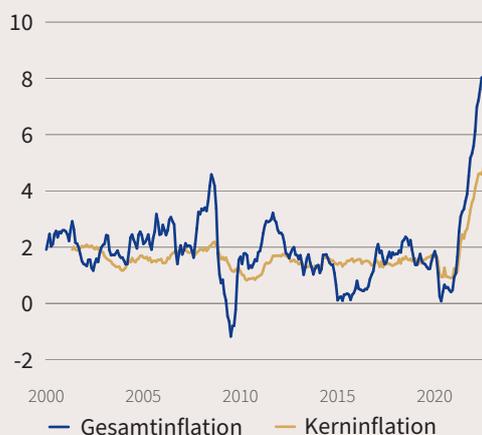
Dennoch sind auch einige Lichtblicke zu verzeichnen.

Erstens hat sich der Druck in der Lieferkette weiter abgeschwächt. Das kann man zum Beispiel an den Frachtraten der Containerschiffahrt ablesen, da diese Transportart für rund 80% des weltweiten Warenumschlags verantwortlich ist. Die Spot-Raten für Container und die Chartersraten für Containerschiffe sind gesunken (Abb. 6): Sie sind immer noch doppelt so hoch wie vor der Pandemie, liegen aber deutlich unterhalb des Niveaus des letzten Jahres (was für die aktuellen Inflationsraten von größerer Bedeutung ist). Natürlich bleiben Chinas Covid-bedingte Lockdowns ein großes Risiko und könnten zu erneuten Engpässen führen, aber der Druck auf die Warenpreise kann weiterhin sinken, wenn die Transportkosten sinken und die Lagerbestände wieder aufgebaut werden.

Außerdem haben die Rohstoffpreise auf breiter Front nachgegeben, was den Beitrag der Komponenten Nahrungsmittel und Energie in den Verbraucherpreiskörben in den kommenden

ABBILDUNG 4: INFLATION IN DEN INDUSTRIELÄNDERN

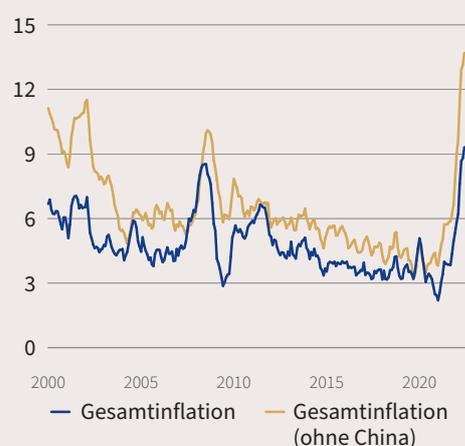
Jährliche Veränderung, in %



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Refinitiv Datastream

ABBILDUNG 5: INFLATION IN DEN SCHWELLENLÄNDERN

Jährliche Veränderung, in %



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Refinitiv Datastream

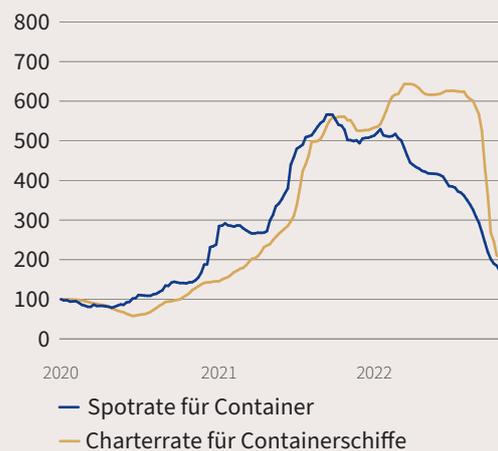
Fußnote: Die Datenreihe für die Industrieländer ist ein BIP-gewichteter Durchschnitt der Inflationsdaten aus den USA, Kanada, Großbritannien, der Eurozone, der Schweiz, Dänemark, Norwegen, Australien, Japan, Neuseeland und Singapur. Die Datenreihe für die Schwellenländer ist ein BIP-gewichteter Durchschnitt der Inflationsdaten für China, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, die Philippinen, Taiwan, Thailand, Vietnam, die Tschechische Republik, Ägypten, Griechenland, Ungarn, Polen, Russland, Südafrika, die Türkei, Brasilien, Chile, Kolumbien und Mexiko

Monaten abschwächen dürfte (die Kerninflationsraten könnten indirekt auch von sinkenden Produktionskosten profitieren). Der FAO-Nahrungsmittelpreisindex der Vereinten Nationen beispielsweise ist in sechs aufeinander folgenden Monaten gesunken und liegt nur noch 6 % über dem Vorjahresniveau. Zudem haben sich auch die Benchmarks für die Ölpreise - Brent Crude und West Texas Intermediate - gedreht: Das Niveau ist zwar nominal immer noch hoch, aber die sich abzeichnenden Basiseffekte bedeuten, dass die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr gegen 0 % tendieren. Auch die Erdgaspreise sind in den letzten Wochen stark gesunken: mehrere europäische Regierungen führen Obergrenzen für die Energiepreise für Endverbraucher ein, noch wichtiger ist jedoch, dass die Preise an den Großhandelsmärkten inzwischen stark gesunken sind. Das britische Erdgas fiel kurzzeitig unter das Niveau vor der Invasion, während die Preise in der Eurozone sehr nahe an der gleichen Schwelle liegen (Abbildung 7).

Drittens hat bei den Hauspreisen in den USA aufgrund der steigenden Hypothekenzinsen eine Umkehrung des Anstiegs nach der Pandemie begonnen (Abbildung 8). Die Komponente „Unterkünfte“ im US-amerikanischen Verbraucherpreiskorb ist zu einem gewissen Grad

ABBILDUNG 6: METRIKEN FÜR DIE LIEFERKETTE

Neuberechnete Indizes, Jan 2020 = 100



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Refinitiv Datastream, Drewry Research, Harper Peterson

ABBILDUNG 7: PREISE FÜR ERDGAS

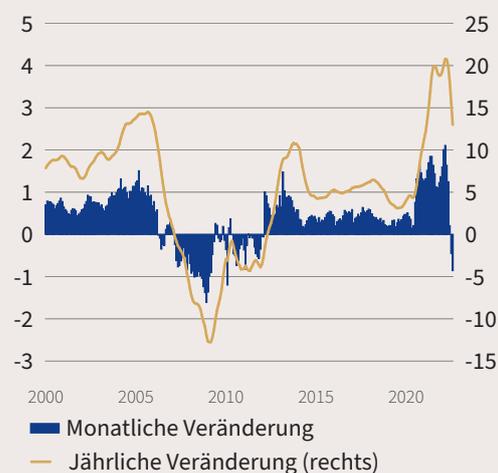
Neuberechnete Indizes, Jan 2020 = 100



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

ABBILDUNG 8: PREISE FÜR HÄUSER IN DEN USA

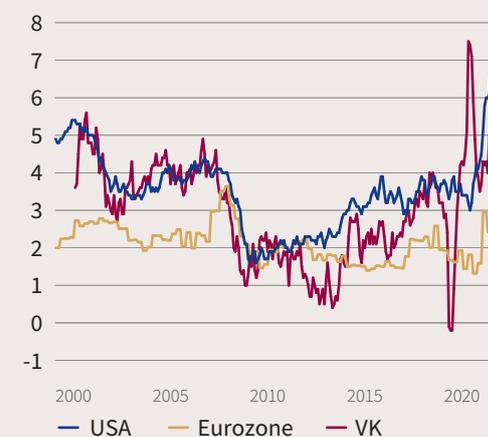
S&P Case-Shiller-Index



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, S&P/Case-Shiller

ABBILDUNG 9: NOMINALER LOHNSANSTIEG

Jährliche Veränderung, in %



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Refinitiv Datastream, Federal Reserve Bank of Atlanta, Europäische Zentralbank, Office for National Statistics



mit den Hauspreisen verknüpft, da sie darauf abzielt, den Mietpreis für „die Dienstleistung, die eine Wohneinheit ihren Bewohnern bietet“, zu erfassen. Wichtig ist hier, dass der Verbraucherpreisindex für Wohnimmobilien fast ein Drittel des US-Inflationskorbs ausmacht und in der Vergangenheit etwa ein Jahr hinter den Hauspreisen zurückgeblieben ist (Mieter wechseln ihre Wohnung häufig in einem Jahresrhythmus). Infolgedessen könnte der Beitrag von Unterkünften zum Verbraucherpreisindex in den USA ab der zweiten Hälfte des nächsten Jahres deutlich zurückgehen.

Viertens, und das ist vielleicht der wichtigste Punkt, gibt es nach wie vor kaum Anzeichen für eine Lohn-Preis-Spirale, in der sich Löhne und Preise gegenseitig in die Höhe treiben, denn das nominale Lohnwachstum hat sich nicht stark beschleunigt, und das reale Lohnwachstum bewegt sich nach wie vor fest im negativen Bereich.

Es besteht die Möglichkeit, dass das Reallohnwachstum in den positiven Bereich übergeht, wenn die Gesamtinflationen zu sinken beginnen. Aber wie bereits erwähnt, scheint sich das *Nominallohnwachstum* eher unauffällig zu entwickeln: In den USA hat es sich bereits gedreht, während das Lohnwachstum in der Eurozone kaum anders aussieht als vor der Pandemie (Abbildung 9). Die Daten aus dem Vereinigten Königreich sind wahrscheinlich die auffälligsten: Das Lohnwachstum hat sich in letzter Zeit wieder beschleunigt, bewegt sich aber immer noch auf einem relativ bescheidenen Niveau, was angesichts der diesjährigen Gerüchte (und teilweise auch der Realität) über zunehmende Streikmaßnahmen durchaus bemerkenswert ist.

Insgesamt hat sich die Lohn-Preis-Spirale der 1970er Jahre noch nicht durchgesetzt (wir hatten Zweifel, dass sie sich durchsetzen würde). Dies kann zum Teil durch strukturelle Unterschiede erklärt werden: Der gewerkschaftliche Organisationsgrad ist heutzutage viel niedriger, die Unternehmensführung hat sich verbessert, das Arbeitskräfteangebot wurde durch die chinesischen Arbeitskräfte erweitert, die Produktpalette ist weniger konkret und der Arbeitsplatz ist stärker zersplittert.

Das heißt aber nicht, dass wir hier schon über den Berg sind. Selbst wenn das der Fall sein sollte, ist es unwahrscheinlich, dass der Weg zurück zu einer Inflation von 2 % reibungslos oder schnell verläuft. Dennoch sind die Anzeichen ermutigend. Wir gehen weiterhin davon aus, dass sich die Inflation mittelfristig im Bereich von 2 bis 4 % über dem Zielwert einpendeln wird. Das wäre für die Zentralbanken unangenehm, für die Unternehmen aber verkraftbar - und viel niedriger als heute.



Kanarienvögel in der Kohlengrube: Indikatoren für systemische Risiken

*„Wir neigen dazu, zu überschätzen, wie viel wir von der Welt verstehen, und die Rolle des Zufalls zu unterschätzen. Übermäßiges Vertrauen wird durch die illusorische Gewissheit der Rückschau genährt.“
Daniel Kahneman (Schnelles Denken, langsames Denken)*

Angesichts der jüngsten Turbulenzen an den Märkten besteht die Gefahr, dass systemische Risiken zunehmen und sich dieses wirtschaftliche Ereignis doch noch zu einer Finanzkrise ausweiten könnte. Britische Pensionsfonds mussten Nachschusszahlungen leisten, die Geldmärkte sind mit Finanzierungsengpässen konfrontiert, und im Schattenbankensystem (und in einem aufsehenerregenden Fall auch im regulären europäischen Bankensystem) können neue Risiken entstehen. Der jüngste Bericht des IWF zur globalen Finanzstabilität warnte vor einer Reihe von „kaskadenartigen Schocks“, die die Finanzstabilität untergraben könnten.

In der Vergangenheit haben Bankenkrisen und das Scheitern großer systemrelevanter Institute bis hin zu weniger sichtbaren Bedrohungen wie dem nicht ordnungsgemäßen Funktionieren von Märkten oder dem Zusammenbruch von Infrastrukturen zu den schlimmsten Wirtschaftsabschwüngen geführt. Kollektive Euphorie, politische Fehlentscheidungen, mangelnde Regulierung und Finanzinnovationen haben alle ihren Teil dazu beigetragen. Die globale Finanzkrise (Global Financial Crisis, GFC) war ein typisches Beispiel dafür: Aufgrund einer übermäßigen Verschuldung im Immobiliensektor und einer mangelhaften Überwachung der Sicherheiten wurde aus einer Liquiditätskrise schnell ein Problem der Zahlungsfähigkeit, das schließlich zum Zusammenbruch von Bear Stearns und Lehman Brothers führte.

Wie besorgt sollten wir also sein?

Die Turbulenzen des letzten Monats auf dem Markt für britische Staatsanleihen („Gilts“) und im Altersversorgungssektor waren vielleicht das sichtbarste Risiko bisher. Eine unbesonnene Fiskalpolitik mag nicht die einzige Ursache für die Volatilität des Gilt-Marktes gewesen sein. Wir denken, dass eine zögerliche Bank of England (BoE) einen Teil der Verantwortung trägt, allerdings reichte dieser Katalysator aus, um übermäßig fremdfinanzierte Pensionsfonds „durch Passiva gesteuerten Anlagen“ mit unzureichender Liquidität bloßzustellen. Das Risiko einer noch heftigeren Rückkopplungsschleife, als Pensionsfonds mehr Anleihen verkaufen mussten, um Nachschussforderungen zu befriedigen, die dann noch höhere Renditen bei den Gilts bewirkten, zwangen die BoE vorübergehend dazu, ihre Anleihen erneut aufzukaufen, um Schlimmeres zu vermeiden.

Die Glaubwürdigkeit des Vereinigten Königreichs hat darunter gelitten, aber immerhin gelang es, eine verhängnisvolle Abwärtsschleife bei den Staatsanleihen zu vermeiden. Die Ausschläge auf andere Anlageklassen - einschließlich Immobilien (einige offene Immobilienfonds wurden - wieder einmal - gesperrt) sowie Unternehmensanleihen und verbrieft Schuldtitel (einschließlich des CLO-Marktes und offenbar sogar australischer Residential Mortgage-Backed Securities) - blieben überschaubar. Diese und andere gehebelt finanzierte und illiquide Fonds waren unabhängig von der Pensionsfondsproblematik durch die Normalisierung der Zinssätze ohnehin unter Druck geraten: Abzinsungssätze und Finanzierungskosten spielen

bei Immobilien- und Privatmarktfonds generell eine bedeutende Rolle, und der Anstieg der Zinssätze und Renditen wird viele von ihnen unvorbereitet überrascht haben.

Auch auf dem viel wichtigeren US-Treasury-Markt sind Liquiditätsprobleme aufgetreten. Sie scheinen größtenteils technischer Natur zu sein und sind im Vergleich zu den großen Systemkrisen der Vergangenheit eher unbedeutend, aber die jüngste Verwerfung auf dem amerikanischen Treasury-Markt im März 2020 führte zu einem vorübergehenden Zusammenbruch der Interbanken-Finanzierungsmärkte und einer Verknappung der Dollar-Liquidität - und könnte sich wiederholen.

Die Normalisierung der Geldpolitik und der Entzug von Liquidität ist derzeit schwieriger als normal, während die massiven Maßnahmen der quantitativen Lockerung (QE) zurückgenommen werden. Die Fed verringert ihre riesige Bilanz allmählich durch den Verkauf ihrer Vermögenswerte (Quantitative Straffung). Eine weniger augenfällige Veränderung der Marktstruktur in den letzten Jahren ist, dass weniger Banken bereit sind, als Intermediäre („Market Maker“) für solche Transaktionen zu fungieren - ein Erbe der strengeren Kapitalanforderungen nach der Finanzmarktkrise.

Der Liquiditätsdruck ist zwar gestiegen, aber noch nicht in dem Ausmaß, das die Märkte schon in der ersten Welle der Pandemie in Aufruhr versetzte, geschweige denn während der Finanzmarktkrise. Die Renditedifferenz zwischen dem Dreimonats-Libor und den Dreimonats-Treasury (TED-Spread), ein Maß für die Anspannung an den Interbanken-Finanzierungsmärkten, und der Spread zwischen dem 3-Monats-Terminkontrakt mit dreimonatiger Laufzeit und dem Overnight-Index-Swapsatz, ein Maß für die Geldmarktliquidität, haben sich während dieser jüngsten Episode um weniger als 30 Basispunkte bewegt (Abbildung 10).

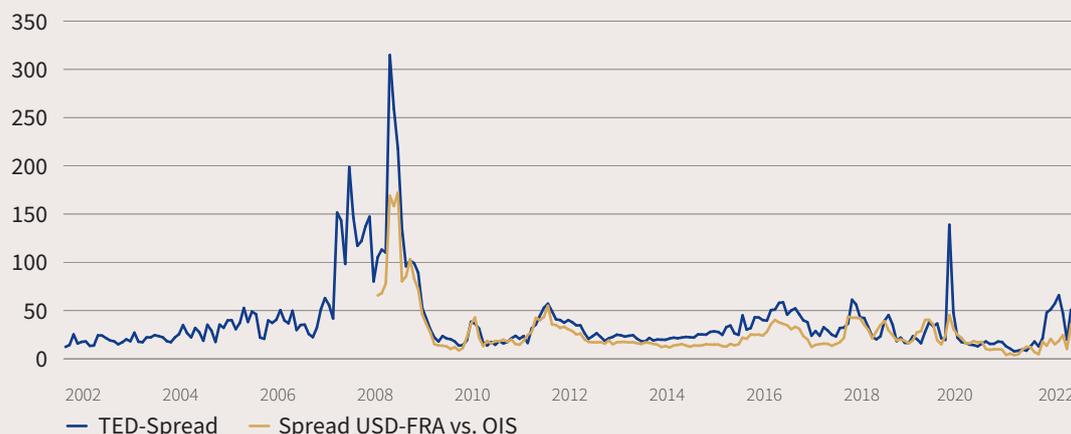
Es gibt bereits Initiativen zur Verbesserung der Markttiefe: Das US-Finanzministerium (und nicht die Fed) prüft den Rückkauf eigener Anleihen, ein ungewöhnlicher Schritt, bei dem dort gekauft wird, wo die Liquidität knapp ist, und neue Anleihen ausgegeben werden, wo sie reichlich vorhanden sind (eventuell bei kürzeren Laufzeiten). Gleichzeitig wird die Federal Reserve ihre großen Liquiditätsfazilitäten (Repo-Geschäfte) fortführen und damit den Inhabern von Staatsanleihen eine alternative vorübergehende Geldquelle bieten (sie müssten sonst auf dem offenen Markt verkaufen). Die Tatsache, dass es einen solchen Auffangmechanismus gibt, ist ein Hinweis darauf, dass diese Probleme noch nicht systemrelevant sind.

DAS SCHATTENBANKENSYSTEM

Ein Bereich, der den Aufsichtsbehörden schon lange Kopfschmerzen bereitet - eine „bekannte Unbekannte“ - ist der wachsende Nichtbanken-Finanzsektor. Diese Unternehmen, die im Gegensatz zu den Banken nur einer geringen Aufsicht durch die Regulierungsbehörden

ABBILDUNG 10: LIQUIDITÄTSSTRESS

Treasury-Eurodollar- und FRA-OIS-Spreads



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg



unterliegen, übernehmen typischerweise Aufgaben im Bereich der Finanzintermediation, z. B. die Erweiterung von Krediten oder die Verbriefung von Forderungen. Die BIZ schätzt, dass sie mittlerweile die Hälfte aller Finanzanlagen weltweit (und die Mehrheit in Europa) umfassen, und diese zunehmende Verflechtung ist neben ihrer mangelnden Transparenz und ihrer Komplexität eine plausible Bedrohung für die Finanzmarktstabilität.

Natürlich fallen Pensionsfonds nicht unbedingt unter die Definition des Begriffs „Schattenbanken“, allerdings verdeutlicht die Anfälligkeit fremdfinanzierter, durch Passiva gesteuerter Anlagen (die nicht auf den britischen Markt beschränkt sind) diese weniger offensichtlichen Risiken im Finanzsektor. Lebensversicherungskonzerne in ganz Europa könnten unter ähnlichen Druck geraten, sofern sie Produkte mit garantierter Rendite ausgegeben haben. Solche Risiken sind nicht leicht zu quantifizieren: Die Datenlage ist lückenhaft. Die stärkere Betonung des Verständnisses der unterschiedlichen Verbindungen zwischen den Gegenparteien und die Einführung einer robusteren Regulierung könnten diese Risiken jedoch eindämmen.

In anderen Bereichen des „Schattenbankensystems“ werden Hedge-Fonds häufig als Quelle potenzieller Ansteckungsgefahren postuliert. Wir halten das für unwahrscheinlich: Insgesamt

ABBILDUNG 11: FREMDFINANZIERUNG

Tier-1-Kapitalquote (Kapital zu riskogewichteten Aktiva), in %



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

ABBILDUNG 12: CDS

5-jährige vorrangige CDS, Durchschnitt der Großbanken



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg



ist der Grad der Fremdfinanzierung des Sektors wahrscheinlich gering, da seine schlechten Gesamtergebnisse viel höher gewesen wären, wenn er im letzten Jahrzehnt Fremdkapital investiert hätte.

Optimistisch betrachtet scheint das Risiko eines Zusammenbruchs des herkömmlichen Bankensystems, die gefährlichste Form der Ansteckung, relativ gering zu sein. Die Bankbilanzen sind stärker und liquider als zum Zeitpunkt der letzten Finanzkrise 2008. So ist beispielsweise die Kernkapitalquote (Tier 1) der europäischen Banken doppelt so hoch wie zur Zeit der Finanzkrise (Abbildung 11). Die Kreditvergabe der Banken war im letzten Jahrzehnt einfach nicht so üppig.

Eine einzelne Insolvenz kann zwar eine weit verbreitete Kredit- und Liquiditätsverknappung auslösen, aber der gegenwärtig sichtbarste Fall ist bekannt und es gibt in den Bilanzen der Gläubiger und verbleibenden Gegenparteien wahrscheinlich weitgehend Rückstellungen für dieses Risiko.

Natürlich könnten die Banken selbst beschließen, die Kreditvergabe einzustellen, aber im Moment haben sich die Geldmarktspreeds ebenso wie die Kreditspreeds und Credit Default Swaps (CDS) (Abbildung 12), ein Maß für die Kosten einer Versicherung gegen Zahlungsausfälle, nur geringfügig ausgeweitet. Vielleicht sind das die berühmten letzten Worte, aber wir glauben, dass das Bankensystem heute viel sicherer ist als 2007.

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	4.0	-15.9	-11.2
10-J.-US-Gilt	3.5	-16.1	-16.8
10-J.-Bundesanleihen	2.1	-15.7	-17.0
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	1.1	-7.9	-10.7
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.2	-1.3	-2.6
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	3.8	-12.0	-8.3
Globale Anl.: Hochzins (USD)	10.0	-14.4	-5.1
EM (USD)	8.5	-21.1	-15.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

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

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.3	-15.2	21.3
DM	2.2	-13.9	24.8
EM	3.5	-25.2	-2.8
US	1.7	-16.1	32.6
Eurozone	3.4	-15.1	4.5
UK	4.1	3.4	8.0
Schweiz	3.0	-12.0	8.3
Japan	2.5	-3.3	23.9

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

SELECTED EXCHANGE RATES

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	121.1	13.1	10.5
Euro (EUR)	126.2	-2.0	1.9
Yen (JPY)	74.1	-15.1	-21.3
Pfund (GBP)	80.0	-3.2	1.5
Schweizer Franken (CHF)	178.4	5.8	12.1
Chin. Yuan (CNY)	142.9	1.0	11.8

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	273	14.3	52.9
Brent Rohöl (\$/b)	95.8	13.6	55.5
Gold (\$/oz.)	1,645	-8.6	10.2
Industriemetalle (1991 = 100)	312.7	-12.8	24.8
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	25.8	55.8	96.4
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	144.6	100.9	114.5

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
31. Oktober 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.