



MARKTAUSBLICK | MÄRZ-APRIL 2023

Der Flügelschlag des Schmetterlings



Vorwort

Ist die Silicon Valley Bank (SVB) der Schmetterling, der einen Tornado im Finanzsystem auslösen wird?

Nach den Ereignissen des Jahres 2008 sollte man solche Ereignisse nicht ignorieren. Eine marktorientierte Wirtschaft ist immer für Systeminfarkte anfällig (und das betrifft nicht nur den Finanzsektor). Der Zusammenbruch eines Akteurs, auch wenn er eher unbedeutend ist, kann Folgen haben. Wenn man weiss, dass ein solches Ereignis die nächste Finanzkrise auslösen *könnte*, muss man nicht zwangsläufig glauben, dass es *eintreten wird*.

Sicherlich hat der Zusammenbruch der SVB - und in Europa die unausweichliche Übernahme der Credit Suisse durch die UBS - das zyklische Risiko wieder stark in den Vordergrund gerückt. Anfang März machten sich die Anleger mehr Sorgen um die Zinssätze als um die Erträge - diese Gewichtung der Prioritäten hat sich nun schlagartig wieder umgekehrt. Eine Ansteckung würde zu einer Straffung der Geldpolitik führen, die über das hinausgeht, was selbst den grössten Befürwortern einer harten Strategie zur Inflationsbekämpfung gefallen würde, und die Wirtschaft und die Unternehmensgewinne hart treffen. Ein solcher deflationärer Schock würde eine straffere Politik unmöglich machen und die Federal Reserve (Fed) und andere Zentralbanken veranlassen, ihre Zinspolitik neu zu bewerten. Die geldpolitischen Entscheidungsinstanzen haben bereits rasch und in erheblichem Umfang gehandelt, um das Bankensystem liquide zu halten, auch wenn ihre Inflationsziele dadurch weiterhin verfehlt werden.

Dennoch erwarten wir keine Ansteckungswelle. Wir sind der Meinung, dass eine niedrigere Inflation die Priorität der politischen Entscheidungsträger bleibt, die auch ohne einen schweren wirtschaftlichen Rückschlag erreicht werden kann. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat sich trotz der Credit Suisse-Situation zumindest bisher noch nicht von einer Zinserhöhung abschrecken lassen. Das gleiche lässt sich für die Fed und sogar die Bank of England (BoE) sagen.

Wir stellen Ihnen unsere Überlegungen im folgenden Artikel vor. Der zweite Artikel beschäftigt sich mit der Inflation, die sich nach unseren Einschätzungen weiter abschwächt, wenn auch uneinheitlich.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Globale Anlagestrategen

INHALT

- 3 Der Flügelschlag des Schmetterlings
- 7 Update zur Inflation

Bildquellen: Eurobanknote
© Gettyimages

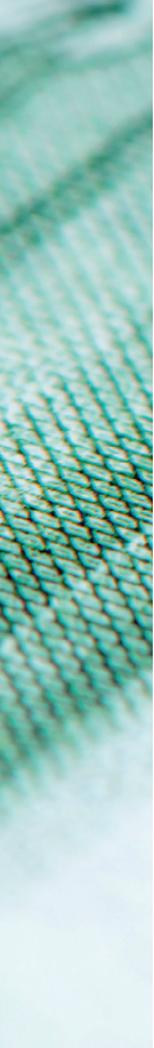
Wealth Management
New Court
St. Swithin's Lane
London EC4N 8AL
Vereinigtes Königreich
+44 20 7280 5000
rothschildandco.com

© 2023 Rothschild & Co
Wealth Management

Datum der Veröffentlichung:
März 2023.

Daten: alle Angaben per 22. März 2023,
Text per 22. März 2023.

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



Der Flügelschlag des Schmetterlings

EINE TREFFENDE ANALOGIE ...

Der Flügelschlag eines Schmetterlings, der einen weit entfernten Tornado auslöst, ist ein Konzept aus der Chaostheorie, das zu einer beliebten Beschreibung dafür geworden ist, *wie die Welt wirklich funktioniert*.¹ Es besagt, dass ein winziges, scheinbar unbedeutendes Ereignis dramatische Folgen haben kann, wenn es sich kaskadenartig durch ein komplexes und nichtlineares System wie die Wetterbildung - oder die voneinander abhängige moderne Wirtschaft - ausbreitet.

Aber es gibt weitaus mehr Schmetterlinge als Tornados. Der Schmetterlingseffekt ist eine Analogie. Wenn kleine Ereignisse immer grosse Auswirkungen hätten, wären wir nicht hier, um über sie zu schreiben und nachzudenken. Komplexe Systeme führen nicht immer zu extremen Ergebnissen.

Die globale Finanzkrise, die mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers am 15. September 2008 ausbrach, hat gezeigt, dass eine einzelne Organisation tatsächlich globalen Schaden anrichten kann. Dazu kam es allerdings nach einem langanhaltenden Anstieg der Kreditvergabe durch die Banken und einer weit verbreiteten Verschleierung von Risiken, der Euphemismus dafür hiess damals Finanzinnovation, durch die Bilanzen von Banken und Versicherern sowohl extrem gehebelt wie auch massiv (und unvorhersehbar) miteinander verflochten waren. Diese eine Organisation war systemrelevant, auch wenn wir uns damals nicht im Klaren darüber waren, wie sehr.

Es dauerte eine Weile, bis der Groschen (oder zwei) gefallen war. Die Behörden handelten bei der Brandbekämpfung beeindruckend schnell, aber es dauerte etwas länger, bis eine umfassendere Unterstützung bereitgestellt wurde (so gab es zum Beispiel viel Gerangel um das Troubled Asset Relief Program der USA). Der VIX, der auch als «Angst-Index» bezeichnet wird, weil er die implizite Volatilität an den US-Börsen misst, lag in den folgenden sechs Monaten im Durchschnitt bei über 50% und erreichte einen spektakulären Spitzenwert von 80% (am 22. März 2023 lag der Wert bei 22%). Der Zusammenbruch eines einzelnen Finanzunternehmens kann also weitreichende Folgen haben (und Lehman war nicht das erste Ereignis dieser Art). Ob diese Folgen dann tatsächlich eintreten, kann jedoch von den jeweiligen Umständen abhängen.

...ABER DER KONTEXT IST ANDERS

In letzter Zeit schien das US-Bankensystem eher überkapitalisiert, das Kreditwachstum in den letzten zehn Jahren war unauffällig, und die Banken verfügten über genügend Eigenkapital (was sie dazu veranlasste, eigene Aktien zurückzukaufen) sowie reichlich Liquidität (Abbildungen 1-2 auf Seite 4). Die Komplexität des Finanzsystems hat nicht mehr so stark zugenommen, wie kurz nach der Jahrtausendwende, so dass das System insgesamt transparenter und wahrscheinlich weniger anfällig für Schocks ist. Die Reaktion der Behörden war schnell und entschlossen: Die USA boten rasch an, alle Einleger der gescheiterten Bank zu entschädigen (obwohl das die alte Frage wieder aufgeworfen hat, ob Banken, die abgesichert sind, mehr als die üblichen Gewinne erzielen dürfen).

Die Einleger (Passiva) und Kreditnehmer (Aktiva) der SVB haben sich anscheinend stark auf das risikoreichere Segment des Technologiesektors konzentriert. Nervöse Tech-Unternehmer und Mitarbeitende versuchten, ihre Einlagen abzuziehen, als der gesunkene Wert ihrer Unternehmen die mit diesen Einlagen finanzierten Kredite bedrohte. Ausserdem soll die Bank einem ungewöhnlich hohen Zinsänderungsrisiko ausgesetzt gewesen sein (fallende Anleihekurse sind ein Risiko, das häufig abgesichert wird). Auch andere US-Banken sind in Schwierigkeiten geraten, haben aber umgehend organisierte Unterstützung erhalten.

¹ *How the World Really Works* – Vaclav Smil, 2022

Im gleichen Zeitraum hat die US-Notenbank ihren Leitzins weiter angehoben, allerdings weniger stark (25 Basispunkte) als unmittelbar vor dem Zusammenbruch der SVB erwartet wurde (50 Basispunkte). Gleichzeitig stellt die Fed gezielt Liquidität zur Verfügung und hält sich mit geldpolitisch aggressiven Äusserungen zurück.

In einem anderen Zusammenhang, aber zweifellos beeinflusst durch die erhöhte Sensibilität für Bankrisiken nach dem Zusammenbruch der SVB, geriet auch eine grössere europäische Bank, die Credit Suisse, in Schwierigkeiten, bis sie am 19. März auf Weisung der Schweizer Behörden von der UBS übernommen wurde. Die Credit Suisse hatte schon vor Monaten mit erheblichen Abflüssen zu kämpfen: In den letzten Jahren hatte sie immer wieder Pech, war in mehrere Umstrukturierungen verwickelt, und ihr Aktienkurs lag schon vor dem jüngsten Absturz bei weniger als einem Zwanzigstel des Höchststands vor der globalen Finanzkrise (und bei weniger als einem Fünftel der Notierung von vor fünf Jahren). Sie war als systemrelevantes Institut eingestuft, wobei aber ihre Probleme und Umstände eher einzigartiger Natur sind. Wenn die Einleger der neuen, besser kapitalisierten Einheit die Nerven behalten, könnte das Ausscheiden der Credit Suisse sogar die Beseitigung einer potenziellen Quelle von Instabilität bedeuten.

In letzter Zeit wurden die europäischen Banken als anfälliger eingestuft als die US-Banken, und möglicherweise sind sie ungeachtet der nationalen Grenzen stärker miteinander verflochten. Das US-Bankwesen ist nach wie vor regional fragmentiert, was im Falle eines lokalen Krisenfalls wie eine natürliche Brandmauer wirken kann. Zudem sind die europäischen Banken auch insgesamt besser kapitalisiert und risikoärmer als 2007 (Abb. 1-2) und schneiden in diesen Punkten im Vergleich zu US-amerikanischen Finanzinstituten besser ab (wobei sich die regulatorischen Vorschriften in den einzelnen Ländern unterscheiden können). Die EZB und auch die Schweizerische Nationalbank haben ihre Zinsen gerade um weitere 50 Basispunkte und die BoE um weitere 25 Basispunkte angehoben, dennoch sind sich die europäischen Zentralbanken über die Risiken im Klaren und bieten gezielte Liquidität und andere Unterstützungsmassnahmen an, auch wenn sie ihrer restriktiven Geldpolitik folgen.

ABBILDUNG 1: VERSCHULDUNG DER BANKEN

Kernkapitalquote (Tier 1) (Durchschnitt der Grossbanken, in %)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Anmerkung: Die Kernkapitalquote (Tier 1) spiegelt das Eigenkapital (und das zusätzliche Tier-1-Kapital) einer Bank im Verhältnis zu ihren risikogewichteten Aktiva wider. Das Verhältnis von Barmitteln zu Aktiva ist eine Liquiditätskennzahl, die die Barmittel (und andere liquide Mittel) im Verhältnis zu den gesamten Aktiva widerspiegelt (für US-Banken anhand der FDIC-Kennzahl berechnet). US: Der Durchschnitt von JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo, Citigroup, Goldman Sachs und Morgan Stanley. EU: Der Durchschnitt von Banco Santander, BNP Paribas, ING Group, UBS, Société Générale, Credit Suisse und Deutsche Bank. UK: Der Durchschnitt von Lloyds, NatWest, Barclays und HSBC.

ABBILDUNG 2: LIQUIDITÄT DER BANKEN

Verhältnis von Barmitteln zu Aktiva (Durchschnitt der Grossbanken, in %)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ein weniger anfälliger westlicher Bankensektor wurde in letzter Zeit von einer anhaltend niedrigen Arbeitslosigkeit und (mit Ausnahme der Pandemiephase) - von einer gesamtwirtschaftlichen Situation begleitet, die (zumindest bis jetzt) in relativ akzeptablen Bahnen verlaufen ist. Die Zinssätze sind im letzten Jahr stark gestiegen, und wie bereits erwähnt, haben wir die Höchstwerte noch nicht gesehen, auch wenn die Zentralbanker die Risiken um die SVB und die Credit Suisse sicher nicht ignorieren werden. Real sind die Zinsen jedoch nach wie vor historisch niedrig, und es gibt (bis jetzt) kaum Anzeichen für ein konjunkturelles Trauma.

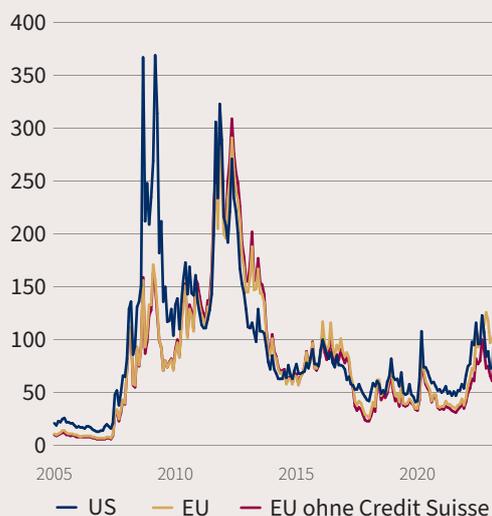
Die zuvor so lange niedrigen Zinssätze haben zweifellos zu den aktuellen Problemen und zum Anstieg der Inflation beigetragen. Allerdings sind diese Probleme wohl weniger weit verbreitet und weniger systemrelevant, als sie es hätte sein können. Kryptowährungen, NFTs, SPACs sorgten für unangenehme Situationen im Finanzmarkt, haben aber keinen allzu grossen Schaden angerichtet (siehe den früheren Zusammenbruch der Kryptobörse FTX). Es wäre erstaunlich gewesen, wenn die Normalisierung der nominalen Zinssätze völlig ohne Zwischenfälle verlaufen wäre, und zweifellos steht uns hier auch noch einiges bevor. Dennoch muss die Entwicklung nicht zwangsläufig in eine ausgewachsene Krise münden.

Wenn sich die Anleger jedoch genug Sorgen über das Risiko im Bankensektor machen, könnte das allein die Krise ausufern lassen, und die oben aufgeführten Argumente würden ins Leere laufen. Marktwirtschaften sind anfällig für Veränderungen der Erwartungen, egal wie fundiert diese auch sein mögen. Wenn genügend Kunden und involvierte Marktteilnehmer der Ansicht sind, dass die Banken - oder auch jeder andere Sektor - ein Problem haben, dann haben die Banken tatsächlich ein Problem und geraten unter Beschuss. Anlageberater sollten sich davor hüten, allzu selbstbewusste Empfehlungen zu geben.

Wir sind jedoch der Meinung, dass der Zusammenbruch der SVB zwar beunruhigend ist, aber nicht der Flügelschlag eines Schmetterlings sein muss (und wahrscheinlich auch nicht sein wird), der den nächsten Tornado an den Finanzmärkten auslöst. Die Ansteckungsgefahr war bisher gering, und der Rückgang der Bankaktien muss im Zusammenhang bewertet werden (Abbildungen 3-6).

ABBILDUNG 3: WAHRGENOMMENES KREDITRISIKO IM BANKENSEKTOR

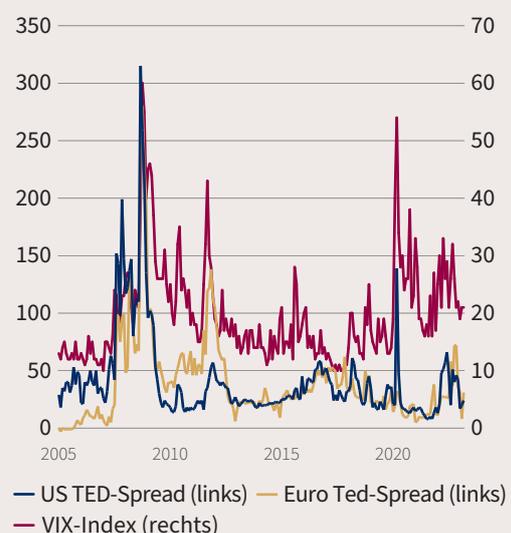
Spreads für 5-jährige vorrangige Credit Default Swaps (CDS) im Bankensektor, in bps, seit 2005



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ABBILDUNG 4: KENNZAHLEN FÜR MARKTSTRESS

Geldmarktspreads (Basispunkte); VIX-Index (%)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Wenn das Risiko einer Finanzkrise - wenn auch nur geringfügig - gestiegen ist, wäre es überraschend, wenn die Fed und die anderen grossen Zentralbanken ihre Einschätzung zu der voraussichtlichen Inflation und den monetären Bedingungen zu diesem Zeitpunkt nicht überdenken würden, wenn auch nur am Rande - ungeachtet der jüngsten Anhebungen.

Ein grösserer Liquiditätsverlust - ein Systeminfarkt im Bankensektor - ist an sich schon eine Verschärfung der monetären Bedingungen, möglicherweise mit massiven und deflationären Auswirkungen. In diesem Fall bestünde keine Notwendigkeit, die Zinssätze weiter anzuheben, sondern sie müssten vielleicht sogar sinken.

In der Praxis wäre weder die Fed noch irgendeine andere geldpolitische Instanz bei einem Systeminfarkt in der Lage, die Zinssätze fein abzustimmen, selbst wenn sie es noch wollten. Letztendlich lässt sich die Geldpolitik nicht von der Bankenregulierung und -aufsicht trennen, denn wenn Banken scheitern, ist die Theorie von inkrementellen Veränderungen der Kosten und der Menge der Liquidität und eines sauberen «Umsetzungsmechanismus» der Leitzinsen auf die Wirtschaft im Allgemeinen hinfällig.

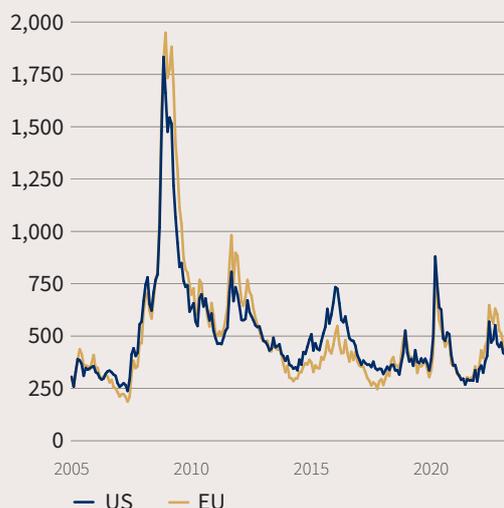
In einem solchen Szenario kommt es an den Geldmärkten zu einer «Liquiditätsfalle». Das mag banal klingen, aber immerhin bedurfte es der Weltwirtschaftskrise, um uns daran zu erinnern. Die rettende Entscheidung Irlands, die Einlagen lokaler Banken zu garantieren - eine Entscheidung, die dem Land technisch vielleicht gar nicht zustand - zeigte vielleicht am deutlichsten, was hier auf dem Spiel stand.

In den kommenden Wochen ist daher zu erwarten, dass sich die verschiedenen Zentralbanken in ihrer geldpolitischen Haltung zurückhaltender zeigen werden, als dies sonst der Fall gewesen wäre (was, wie bereits erwähnt, bei der Fed wohl bereits der Fall ist). Das bedeutet nicht, dass sie in puncto Inflation (wieder einmal) eine nachgiebige Haltung einnehmen, sondern dass sie erkennen, dass etwas anderes als höhere Zinsen die Inflation senken könnte, und dass übergeordnete Dinge das Spiel bestimmen könnten.

Die Geldmärkte haben die Veränderung der Risikoeinschätzung schnell erkannt. Sie haben einen Grossteil der bisherigen Erwartungen zur letzten Phase der Straffung neu bewertet und einige Zinssenkungen vor Jahresende wieder eingepreist. Diese erwarteten Zinssätze sind jedoch nicht unfehlbarer als die bisherigen Erwartungen - die sich immer noch als zutreffend erweisen könnten.

ABBILDUNG 5: KREDITSPREADS

Spekulative Qualitätspreads, Basispunkte



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ABBILDUNG 6: WERTENTWICKLUNG VON BANKAKTIEN

Relative Aktienkursindizes des Bankensektors (Januar 2005 = 100)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Wenn wir Recht haben, die Ansteckung sich in Grenzen hält und eine systemweite Krise vermieden wird, dann werden wir - und die Fed, die EZB, die BoE und die Schweizerische Nationalbank - uns wieder auf die Entwicklung der Wirtschaftsdaten konzentrieren. Zum Zeitpunkt dieses Artikels ist das Bild, das uns diese Daten vermitteln, ziemlich eindeutig, und es scheint zu früh, die Einschätzungen wesentlich zu ändern.

Bislang hat sich die Weltwirtschaft zwar verlangsamt, ist aber unter der Last höherer Zinssätze nicht zusammengebrochen (möglicherweise aus den Gründen, die wir in der letzten *Marktperspektive* diskutiert haben). Vor allem in Europa wird ein weiterer konjunktureller Gegenwind - die Verschlechterung der Handelsbedingungen durch die stark gestiegenen Erdgaspreise - zum Rückenwind. Diese Verlangsamung und die verbesserten Bedingungen auf der Angebotsseite, einschliesslich des allmählichen Wiederanstiegs der Erwerbsquote, haben einen Rückgang der Inflation bewirkt - wenn auch uneinheitlich und langsam (siehe unten). Dieser Trend wiederum signalisiert, dass der Höchststand der Zinssätze vielleicht gar nicht mehr so weit entfernt ist - obwohl eine frühzeitige Senkung der Zinssätze unnötig und unwahrscheinlich wäre, wenn sich die Wirtschaft stabil weiterentwickeln würde.

FAZIT FÜR DIE ANLEGER

Das Szenario einer sich verlangsamen, aber robusten Produktion, einer abkühlenden Inflation und Aussichten auf ein Ende der Zinserhöhungen - das sind (unserer Meinung nach) keine schlechten wirtschaftlichen Aussichten für das Jahr 2023. Die andauernden Unruhen in der Ukraine und (insbesondere) die anhaltenden Spannungen in Bezug auf Taiwan sorgen für ein schwieriges geopolitisches Umfeld, das jedoch inzwischen relativ vertraut ist und sich (zumindest im engeren wirtschaftlichen Kontext) in Grenzen halten dürfte. Wir waren der Meinung, dass sich die wichtigen Investitionsfragen für das Jahr 2023 darauf beziehen, wann - und was - man kaufen sollte, und nicht, ob man verkaufen sollte.

Wir hatten darauf gewartet, dass sich die aus unserer Sicht verbleibenden Zins- und Ertragsrisiken stärker in den Bewertungen widerspiegeln. In den letzten Wochen, vor den Ereignissen um die SVB und jetzt die Credit Suisse, sah es so aus, als hätten die Erwartungen für die Unternehmensgewinne tatsächlich die Talsohle durchschritten, während die Geldmärkte immer noch eher von einem Spitzenprofil geprägt waren, als wir es uns vorgestellt hatten (obwohl sich das zu ändern begann).

Das Wiederaufflammen des Bankenrisikos hat diese Konstellation über Nacht auf den Kopf gestellt. Die gestiegene Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise bedeutet, dass die Unternehmensgewinne erneut gefährdet sind, während die Erwartungen in Bezug auf die Zinssätze (wie bereits erwähnt) rückläufig sind (und dabei ein noch ausgeprägteres Profil einer Zinsspitze annehmen).

Unserer Meinung nach bieten Aktien und nicht Anleihen nach wie vor die besten Aussichten auf langfristige Renditen, die die Inflationsrate übertreffen. Allerdings bestärkt das wiederauflebende Ertragsrisiko unseren Standpunkt, dass zunächst noch Geduld angeraten ist, bevor wir eine deutliche Aufstockung von Positionen empfehlen können.

Update zur Inflation

Wenn das Bankenrisiko nachlässt, wovon wir ausgehen, könnte das Thema Inflation auch in diesem Jahr das «heiße Eisen» bleiben. Erfreulicherweise sind die Gesamtinflationen in den meisten grossen Volkswirtschaften weiter zurückgegangen, wobei allerdings die Kerninflationen (d. h. ohne Nahrungsmittel und Energie) hartnäckiger erscheinen (Abbildungen 7 und 8).

In den USA hat sich das Inflationsumfeld am deutlichsten verbessert: Hier ist die Gesamtinflation seit Juni rückläufig, und auch die Kerninflation geht allmählich zurück. Drei der vier Kategorien des Inflationskorbs haben sich sogar verbessert:

- **Energie.** Diese Komponente wird weitgehend von den US-amerikanischen Benzinpreisen bestimmt, die wiederum sehr empfindlich auf Veränderungen des Rohölpreises reagieren: Mit dem Rückgang der Ölpreise ist auch der Beitrag des Energiesektors zur Gesamtinflation rasch zurückgegangen. Günstige Basiseffekte dürften auch einen weiteren Rückgang der Verbraucherpreisinflation im Energiesektor begünstigen, selbst wenn die Preise wieder anziehen sollten.
- **Lebensmittel.** Der Beitrag der Lebensmittel zur Gesamtinflation ist nur leicht gesunken. Allerdings sind die Rohstoffpreise laut dem Welternährungspreisindex der UN FAO seit fast einem Jahr rückläufig, so dass die Inflation des Verbraucherpreisindizes (VPI) für Lebensmittel in den USA in den kommenden Monaten weiter zurückgehen dürfte (die Lebensmittelpreise in den Supermarktregalen enthalten auch die Kosten für die Verarbeitung und den Vertrieb, was erklären könnte, warum noch kein stärkerer Rückgang zu verzeichnen ist).

ABBILDUNG 7: GESAMTINFLATIONS-RATEN
Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quelle: US Bureau of Labor Statistics, Eurostat, UK Office for National Statistics, Bundesamt für Statistik der Schweiz, Bloomberg, Rothschild & Co

ABBILDUNG 8: KERNINFLATIONS-RATEN
Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quelle: US Bureau of Labor Statistics, Eurostat, UK Office for National Statistics, Bundesamt für Statistik der Schweiz, Bloomberg, Rothschild & Co

- **Waren.** Laut dem Global Supply Chain Pressure Index der New Yorker Fed (Abbildung 9) scheinen sich die Lieferketten nach der Wiedereröffnung Chinas normalisiert zu haben, und auch die güterbezogene Inflation liegt unter dem Höchststand, obwohl die Verbraucherausgaben in den USA stabil geblieben sind. Die Inflationsrate der US-Erzeugerpreise hat sich mehr als halbiert, was darauf hindeutet, dass sich die positiven Effekte in den Lieferketten durchsetzen: Die Weitergabe der Kosten von den Unternehmen an die Verbraucher könnte in Zukunft geringer werden.

Dienstleistungen sind die vierte und schwierigste Kategorie. Sie bestimmen knapp unter 60 % des gesamten Inflationswarenkorbs in den USA, wobei der grösste Teil auf die Komponente Wohnen (Miete, Nebenkosten; bei Wohneigentum Miete einer vergleichbaren Immobilie) entfällt. Der VPI für Wohnimmobilien hat sich im Jahresvergleich noch nicht verlangsamt, wobei die Daten aufgrund der Art der Messung (der VPI für Wohnimmobilien erfasst die durchschnittlichen Kosten des gesamten Wohnungsbestands und nicht nur die Kosten der jüngsten Transaktionen) etwa ein Jahr hinter der Entwicklung der Immobilienpreise zurückliegen. Es wird einige Zeit dauern, bis sich die jüngsten, weniger teuren Transaktionen auf den Durchschnitt auswirken: Der Anstieg der Immobilienpreise in den USA hat sich bereits vor einigen Monaten merklich verlangsamt, so dass sich die inflationäre Entwicklung auch bei der Komponente Wohnen in diesem Jahr irgendwann abkühlen sollte (Abbildung 10).

Das Inflationsumfeld in Europa scheint auf den ersten Blick besorgniserregender zu sein. Die Gesamtinflationsrate im Euroraum ist nur geringfügig gesunken, während die Kerninflation ihren Höhepunkt noch nicht erreicht hat. Gleichzeitig sind die Inflationsraten im Vereinigten Königreich im Februar wieder gestiegen. Der sprunghafte Anstieg der Erdgaspreise hat wesentlich zum Anstieg der Kern- und der Gesamtinflationsrate beigetragen. Letztere war von einer Abwälzung der gestiegenen Energiekosten der Unternehmen auf die Verbraucher betroffen, während die Stärke des US-Dollars im vergangenen Jahr möglicherweise auch die Importkosten steigen liess. Die Inflation in der Schweiz hingegen bleibt gedämpft, was vielleicht auf die stabilere inländische Energieversorgung, die strengeren Vorschriften und den stärkeren Schweizer Franken zurückzuführen ist.

ABBILDUNG 9: US-WARENPREISINFLATION HAT SICH ABGESCHWÄCHT

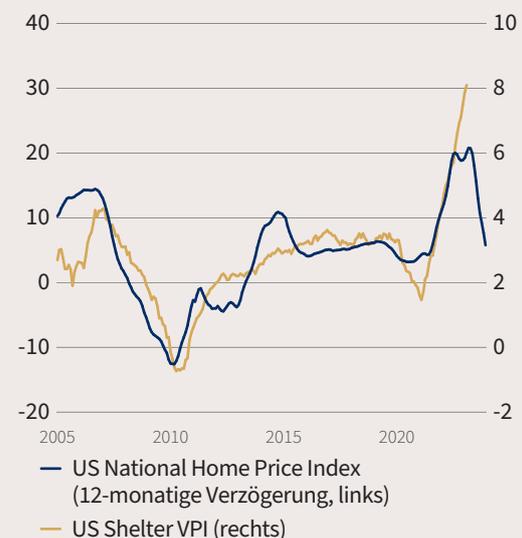
Standardabweichungen vom Durchschnitt (links)
Veränderung gegenüber dem Vorjahr (rechts, %)



Quelle: Federal Reserve Bank of New York, US Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, Rothschild & Co

ABBILDUNG 10: INFLATION DER WOHNKOSTEN UND HAUSPREISE IN DEN USA

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quelle: US Bureau of Labor Statistics, S&P/Case-Shiller, Bloomberg, Rothschild & Co

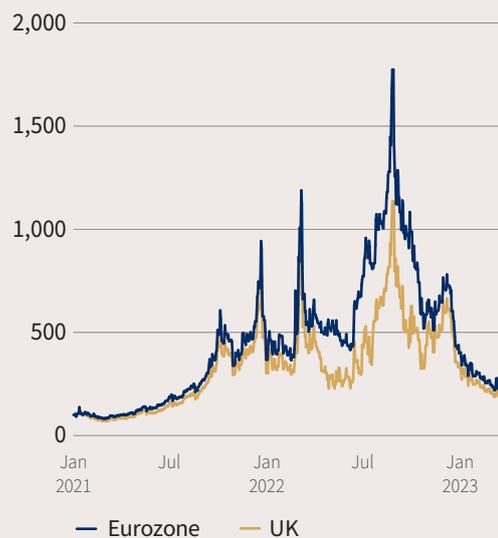
Allerdings sind die Erdgaspreise inzwischen fast auf das Niveau von Mitte 2021 gesunken, was den durch den Einmarsch Russlands in der Ukraine ausgelöste Angebotsschock mehr als ausgleicht (Abbildung 11). Es ist unwahrscheinlich, dass sich die Auswirkungen dieses Einbruchs bereits vollständig in den europäischen Gesamtinflationen niedergeschlagen haben. Die Weitergabe der Grosshandelspreise für Gas an die Verbraucher erfolgt mit einer gewissen Verzögerung (Schätzungen zufolge kann es bis zu sechs Monate dauern), nicht zuletzt aufgrund der verschiedenen staatlichen Förderprogramme für Energie. Demnach könnte sich in mehreren europäischen Ländern eine aufgestaute, aber noch nicht ausgelöste Energiedeflation zusammenbraut.

In der Zwischenzeit ist das reale (inflationbereinigte) Lohnwachstum in den USA und Europa trotz angespannter Arbeitsmärkte und anhaltender Arbeitsunruhen negativ geblieben (Abbildung 12). Es ist möglich, dass dieser Wert noch positiv wird - wenn wir zum Beispiel den US-Lohntracker der Atlanta Fed (Abbildung 12) verwenden, lässt sich ein (sehr) bescheidenes Reallohnwachstum ablesen - aber höchstwahrscheinlich, weil die Gesamtinflation sinkt: Das *nominale Lohnwachstum* scheint in den USA und im Vereinigten Königreich bereits seinen Höhepunkt erreicht zu haben und bleibt in der Eurozone gedämpft. Alles in allem erscheint uns eine Lohn-Preis-Spirale immer unwahrscheinlicher (zum Vergleich: die Reallöhne sind während des grössten Teils der 1970er Jahre trotz zweistelliger Inflationsraten gestiegen).

Insgesamt zeigt sich eine schrittweise Verbesserung des globalen Inflationsumfelds, die sich im Laufe dieses Jahres fortsetzen dürfte, wenn auch nur allmählich. Wir erwarten zwar, wie bereits dargelegt, keine flächendeckende Bankenkrise, sollte sie aber dennoch eintreten, würde sich der Trend dadurch wahrscheinlich noch verstärken. Erstmals seit vielen Monaten scheint es, als ob das Inflationsrisiko nicht mehr nach oben gerichtet ist.

ABBILDUNG 11: EUROPÄISCHE ERDGASPREISE

Neu basierte Indizes (Januar 2021 = 100)



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ABBILDUNG 12: DAS REALE LOHNWACHSTUM BLEIBT VORERST NEGATIV

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



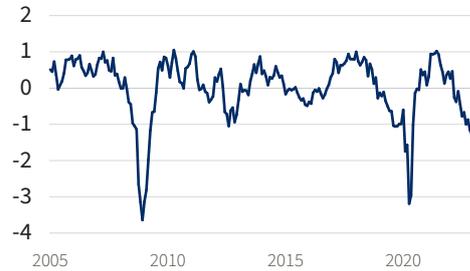
Quelle: US Bureau of Labor Statistics, Europäische Zentralbank, UK Office for National Statistics, Bloomberg, Rothschild & Co

Anmerkung: Der Reallohnwachstum wird berechnet als Nominallohnzuwachs (zum Vorjahr, in %) minus VPI-Gesamtindex (zum Vorjahr, in %). Die Nominallöhne in den USA entsprechen den durchschnittlichen Stundenlöhnen laut dem Bureau of Labour Statistics; die Nominallöhne in der Eurozone entsprechen dem Indikator der ausgehandelten Löhne der EZB; die Nominallöhne im Vereinigten Königreich entsprechen den durchschnittlichen wöchentlichen Einkommensreihen laut dem Office for National Statistics.

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	3.6	-6.9	-13.6
10-J.-US-Gilt	3.4	-10.0	-15.9
10-J.-Bundesanleihen	2.3	-12.4	-17.5
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	1.2	-4.3	-9.5
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.3	-0.0	-0.2
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	3.6	-4.4	-5.1
Globale Anl.: Hochzins (USD)	9.5	-4.1	20.3
EM (USD)	7.6	-4.8	2.3

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

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

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.3	-6.8	66.6
DM	2.2	-6.7	72.0
EM	3.2	-7.8	31.6
US	1.7	-9.9	79.5
Eurozone	3.1	5.8	67.6
UK	4.5	5.6	62.5
Schweiz	3.0	-10.2	29.2
Japan	2.7	2.5	61.2

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE DEWEISENKURSE

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	115	4.8	-2.2
Euro (EUR)	131	3.2	4.3
Yen (JPY)	79	-5.3	-17.4
Pfund (GBP)	79	-4.3	5.4
Schweizer Franken (CHF)	182	4.9	8.5
Chin. Yuan (CNY)	142	-4.0	6.4

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	258	-14.0	108.0
Brent Rohöl (\$/b)	75	-34.9	179.2
Gold (\$/oz.)	1,940	0.2	29.5
Industriemetalle (1991 = 100)	339	-23.9	72.3
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	21	-9.1	-67.6
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	162	59.2	21.7

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
22. März 2023.

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.