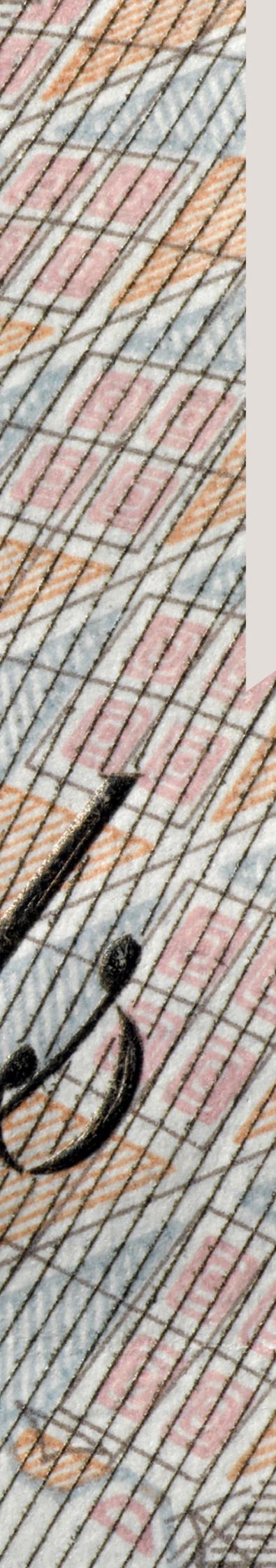




MARKTAUSBLICK | MAI 2023

Die Mischung könnte stimmen



Vorwort

INHALT

- 3 Das Gesamtbild ist gar nicht so schlecht
- 5 Update zur Inflation
- 8 Lokale Gewinner oder Verlierer?

Die Märkte haben sich zwar schnell wieder erholt, aber es ist noch zu früh, um zu dem Schluss zu kommen, dass wir die Banken- und Wirtschaftskrise bereits hinter uns gelassen haben.

Die Zinssätze stehen vielleicht kurz vor dem Höchststand - oder, was wahrscheinlicher ist, vor dem Erreichen eines Plateaus -, aber ihre volle Wirkung ist noch nicht zu spüren. Die strengeren Anforderungen für Kreditvergaben aufgrund konservativerer Bankenstrategien sind bisher kaum zu spüren. Und selbst wenn das systemische Risiko aktuell gedämpft ist, ist es eine sichere Wette, dass wir bei den Finanzproblemen, die auf eine so starke Normalisierung der Kreditbedingungen folgen, das Ende wahrscheinlich noch nicht Mal gesehen haben. Der geopolitische Druck bleibt hoch.

Dennoch sind zuversichtliche Prognosen über einen unmittelbar bevorstehenden heftigen Wirtschaftsabschwung noch verfrüht, und ein wichtiger Gegenwind wird zum Rückenwind: Die europäischen Gaspreise sind eingebrochen. Die Arbeitsmärkte ruhig: Die Löhne steigen nicht übermäßig an, vielleicht weil viele der fehlenden Arbeitskräfte gar nicht wirklich fehlten.

Wir halten die Risiken im Bankensektor weiterhin für begrenzt und halten einen schweren wirtschaftlichen Rückschlag weder für notwendig noch für wahrscheinlich. Ferner gehen wir davon aus, dass die Inflation - sowohl die Gesamtinflation als auch die Kerninflation - deutlich zurückgehen wird. Aus diesem Grund vertreten wir die Ansicht, dass die Zinssätze kurz vor dem höchsten Punkt (oder einem Plateau) stehen. Wir gehen davon aus, dass die zyklischen Risiken im Zusammenhang mit den Zinssätzen und der Unternehmensrentabilität in den kommenden Monaten abnehmen werden. Wenn das der Fall sein sollte, raten wir zum Kauf und nicht zum Verkauf von Wertpapieren. In dieser *Marktausblick* aktualisieren wir diese Einschätzung der Konjunkturentwicklung und unseren Inflationsmonitor.

In einem längeren Aufsatz nehmen wir Abstand von der kurzfristigen Betrachtung und werfen einen Blick auf das emotionsgeladene Thema der relativen Wirtschaftsleistung und darauf, wie sie sich mit der vorherrschenden Meinung deckt. Wir berichten, dass die Schweiz tatsächlich ziemlich interessant ist, während das Vereinigte Königreich auch in Europa bei weitem nicht zu den Schlusslichtern gehört. Die unmittelbare Übertragbarkeit dieser Erkenntnisse auf Portfolios mag begrenzt sein, aber wenn

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Globale Anlagestrategen

Please provide translation

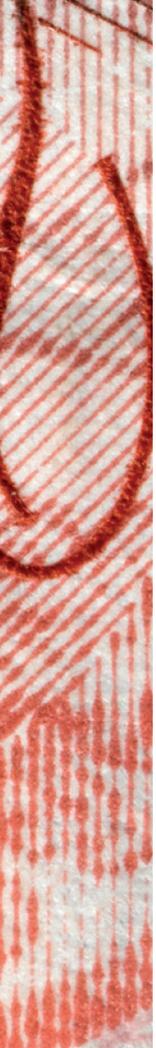
Bildquellen: Fifty pound note, detail
© Gettyimages

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:
Mai 2023.
Daten: alle Angaben per 30. April 2023,
Text per 30. April 2023.

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



Das Gesamtbild ist gar nicht so schlecht

WACHSTUM: AUS GEGENWIND WIRD RÜCKENWIND

Die seit einem Jahr kursierenden Warnungen vor einem erheblichen, unmittelbar bevorstehenden wirtschaftlichen Einbruch haben sich als falsch erwiesen. Die meisten grossen Volkswirtschaften sind bescheiden gewachsen, und die Entwicklung des ersten Quartals dieses Jahres scheint respektabel gewesen zu sein.

Ungewöhnlich ist, dass die jüngsten Zukunftsindikatoren - die vielbeachteten Konjunkturumfragen - in Europa insgesamt robuster ausgefallen sind als in den USA. Aber selbst in den USA gibt es noch keine Anzeichen für eine technische Rezession, geschweige denn für eine gravierende Rezession. Hier im Vereinigten Königreich hat die langwierige Rezession, die die Bank of England seit August prognostiziert hatte und über die weithin als Tatsache berichtet wurde, noch nicht begonnen.

Wir haben stets argumentiert, dass ein schwerer globaler Rückschlag weder notwendig noch wahrscheinlich ist. Das ist nach wie vor unsere Auffassung.

Es gibt zwei Hauptgründe für die allgemein düstere Wirtschaftslage: der große Rückschlag für die europäischen Handelsbedingungen, der durch die steigenden Energiekosten verursacht wurde, und die restriktivere Geldpolitik in den USA und in Europa - letztere wird nun durch die wahrscheinliche informelle Beschränkung der Kreditvergabe verstärkt, da die Banken nach dem Zusammenbruch der Silicon Valley Bank (SVB) und der Credit Suisse (CS) die Zügel straffen.

Die europäischen Erdgaspreise sind mittlerweile eingebrochen und liegen nun um mehr als vier Fünftel unter ihren Höchstständen von Ende August. Das überrascht nicht sonderlich, wenngleich darüber immer noch nicht so viel berichtet wird, wie man erwarten könnte. So verhalten sich Rohstoffpreise nach einem Anstieg häufig. Die Käufer sparen und verwenden Ersatzstoffe, während die Verkäufer das Angebot erhöhen (auf Russland entfällt etwa ein Zehntel der weltweiten Produktion von kohlenstoffbasierten Energien, und es verbraucht vielleicht die Hälfte davon selbst).

Die Verbraucher haben noch nicht davon profitiert, aber wenn es nicht zu einem erneuten Anstieg kommt, werden sie es in den kommenden Monaten tun: Was ein Gegenwind war, wird nun zu einem Rückenwind. Bei den Verbraucherpreisen könnte nicht nur eine Verlangsamung eintreten, sie könnten sinken. Gleichzeitig werden die Löhne und Gehälter weiterhin schneller als üblich steigen. Infolgedessen werden die Reallöhne in der zweiten Hälfte des Jahres 2023 voraussichtlich wieder deutlich ansteigen - bei wahrscheinlich immer noch hohen Beschäftigungsquoten.

Die Auswirkungen der geldpolitischen Straffung sind noch nicht absehbar, müssen aber auch nicht unbedingt dramatisch sein. Die sagenumwobenen «langen und variablen Verzögerungen» könnten dieses Mal durch die bemerkenswert lockere Ausgangssituation - selbst jetzt sind die realen Leitzinsen noch überwiegend negativ - und durch die Funktionsweise von Festzinshypotheken gestreckt und geglättet werden. Die Verschärfung der Kreditbedingungen auf weniger offizieller Ebene könnte natürlich noch mehr Schaden anrichten. Aus diesem Grund beobachten wir das Kredit- und Einlagenverhalten genau. Bisher scheint das verfügbare Kapital noch angemessen zu sein.

ZINSSÄTZE: FAST AM ZIEL ...

Trotz dieser wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit scheint der Inflationsdruck nachzulassen. Das ist keine grosse Überraschung. Die Gesamtnachfrage war stabil, vielleicht sogar zu robust für den Geschmack der Zentralbanken, doch die Bedingungen für das Gesamtangebot haben sich verbessert, wie unsere Blogbeiträge zum Thema «Lieferkette» gezeigt haben - unterstützt durch eine absehbare Erholung der Erwerbsquote, verbesserte Frachtraten und die Wiedereröffnung Chinas. Die Löhne haben, wie bereits erwähnt, etwas angezogen, die befürchtete «Lohn-Preis-Spirale» ist nicht eingetreten und scheint auch nicht zu erwarten zu sein.

Die Gesamtinflationen haben sich gedreht und werden sich in den kommenden Monaten deutlich verlangsamen, sobald die niedrigeren europäischen Energiepreise greifen (wie bereits erwähnt, könnten die Verbraucherpreise insgesamt sogar fallen). Die Kerninflationen erweisen sich als hartnäckiger - auch das ist keine grosse Überraschung - aber noch nicht so sehr, dass man daran zweifeln könnte, dass auch sie zu gegebener Zeit allmählich zurückgehen werden.

Angesichts der nach wie vor niedrigen Arbeitslosigkeit und der vorerst noch stabilen Kerninflationen werden die Zentralbanken kaum den Eindruck gewinnen, dass sie mit ihrer Zinspolitik schon am Ziel sind. Die Unsicherheiten und Empfindlichkeiten, die mit der erhöhten Nervosität der Banken verbunden sind, lassen vermuten, dass sie die Zinssätze nicht so weit anheben werden, wie sie es vor der SVB und der CS getan hätten. Doch während wir diese Zeilen schreiben, scheint mindestens eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte (Bp) in den USA und mehr in der Eurozone (und wahrscheinlich im Vereinigten Königreich) wahrscheinlich zu sein, obwohl die Bank of England die am wenigsten entschlossene der drei Banken ist - vielleicht weil sie den Prognosen ihrer Ökonomen glaubt. Wenn die Volkswirtschaften robust bleiben, ist es unwahrscheinlich, dass die Zinssätze so schnell zurückgehen, wie es die Geldmärkte erwarten. Wir gehen immer noch eher von einem «Plateau»-Profil aus - selbst wenn die Kerninflation zurückgeht. Allerdings ist der Weg nach oben, den wir noch vor uns haben, im Verhältnis zu dem, der hinter uns liegt, kurz: Wir sind - vielleicht - schon fast am Ziel.

FAZIT FÜR DIE ANLEGER?

Natürlich gibt es weiterhin erhebliche Unsicherheiten, nicht zuletzt im Hinblick auf die eher informelle Straffung der Geldpolitik. Wie wir bereits in der *Marktausblick* vom März festgestellt haben, löst nicht jeder Schmetterling einen Tornado aus - genauso gilt aber auch, dass der Schrei «Feuer» auch in einem noch so sicher geplanten Kino, Schaden anrichten kann, selbst wenn es nicht brennt.

Die Sorgen bleiben also gross, und die Experten mahnen weiterhin vor den Abwärtsrisiken. Angesichts der gesunkenen Gaspreise und des weitgehend unspektakulären Arbeitsmarktes sind aber auch positive Überraschungen denkbar. Wir gehen auch weiterhin davon aus, dass es bei den wichtigsten Anlageentscheidungen des Jahres 2023 nicht darum gehen wird, was und wann Sie verkaufen, sondern was und wann Sie kaufen. Und zum ersten Mal seit vielen Jahren können wir uns den Kauf von Aktien und auch von Anleihen vorstellen.

Wir gehen auch weiterhin davon aus, dass es bei den wichtigsten Anlageentscheidungen des Jahres 2023 nicht darum gehen wird, was und wann Sie verkaufen, sondern was und wann Sie kaufen.



Update zur Inflation

Die Gesamtinflationen scheinen sich in den meisten Ländern der Welt endgültig gedreht zu haben. Der von uns ermittelte Gesamtwert für die Industrieländer tendiert seit fast einem halben Jahr nach unten und liegt etwa 2,5 Prozentpunkte unter seinem Höchststand vom Oktober (Abbildung 1). Die Inflation in den Schwellenländern folgt einem ähnlichen Muster (Abbildung 2) - selbst wenn man China aus der Gesamtsumme herausrechnet (die Inflation war dort im historischen Vergleich bemerkenswert niedrig, was vor allem auf die staatlichen Beschränkungen im Zusammenhang mit Covid zurückzuführen ist). Die Kerninflation - d. h. ohne Lebensmittel und Energie - erweist sich jedoch als hartnäckiger und muss in den Industrieländern erst noch sinken (siehe erneut Abbildung 1).

Die Risiken im Bankensektor sind seit dem *Marktausblick* vom März zurückgegangen, so dass eine neue deflationäre Entwicklung vorerst unwahrscheinlich ist. Dennoch hat der globale Inflationsdruck, den wir in den wichtigsten VPI-Kategorien Energie, Lebensmittel, Waren und Dienstleistungen beobachten, weiter nachgelassen.

Zunächst hat die Inflation in den Kategorien Energie und Nahrungsmittel - Schlüsselkomponenten der Gesamtinflationen - nachgelassen.

Im Energiesektor sind die Ölpreise seit dem Einmarsch Russlands in der Ukraine langsam gesunken. Die Ölpreise haben sich nach der überraschenden Entscheidung der OPEC+, die Fördermengen zu drosseln, nur kurzzeitig erholt. Sie liegen immer noch weit unter dem Niveau des letzten Jahres und befinden sich real in der Nähe ihres Durchschnitts über die letzten 10 Jahre. Das zeigte sich in den US-Inflationsdaten für den Monat März, wo wir erstmals seit Januar 2021 eine *Deflation* der Energiepreise erlebten. Unabhängig davon sind auch die europäischen Grosshandelspreise für Erdgas weiter gesunken und liegen fast 90 % unter ihren Höchstständen vom Sommer, wobei sich dieser Einbruch noch nicht vollständig in den Verbraucherpreisen niedergeschlagen hat.

ABBILDUNG 1: INFLATIONS RATEN DER INDUSTRIELÄNDER

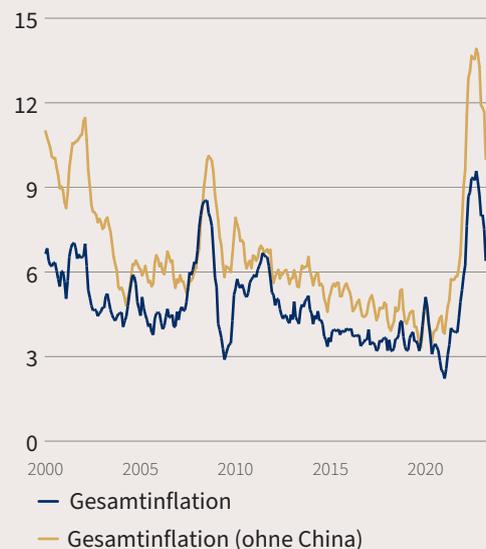
Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quellen: Refinitiv Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

ABBILDUNG 2: INFLATIONS RATEN IN DEN SCHWELLENLÄNDERN

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (%)



Quellen: Refinitiv Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

Fussnote: Die Datenreihe für die Industrieländer ist ein BIP-gewichteter Durchschnitt der Inflationsdaten aus den USA, Kanada, dem Vereinigten Königreich, 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

Obwohl die Importe aus Russland eingebrochen sind, befinden sich die Bestände in den Gasspeichern auf einem Rekordhoch für diese Jahreszeit. Ein erneuter Anstieg der Erdgaspreise erscheint vorerst unwahrscheinlich (Abbildung 3).

Die Weltmarktpreise für Nahrungsmittel sind weiter gesunken. Im März ist der FAO-Nahrungsmittelpreisindex der Vereinten Nationen den zwölften Monat in Folge gesunken - um 21 % im Vergleich zum Vorjahr (Abbildung 4). Bisher verlief die Disinflation bei Lebensmitteln in den einzelnen Ländern uneinheitlich: Der Verbraucherpreisindex für Lebensmittel in den USA sinkt allmählich, während er in mehreren europäischen Ländern weiter steigt. Die Ursachen für diese Diskrepanz sind schwer auszumachen - das lokale Klima und die Transportkosten spielen eine Rolle, wenn Lebensmittel von den Bauernhöfen in die Regale der Supermärkte gelangen, ebenso wie die Verarbeitungs- und Vertriebskosten. Dennoch ist zu erwarten, dass die VPI-Raten für Lebensmittel in den europäischen Ländern im Laufe dieses Jahres ebenfalls gegen Null sinken werden, weil die Preise der Grundstoffe schon länger rückläufig sind.

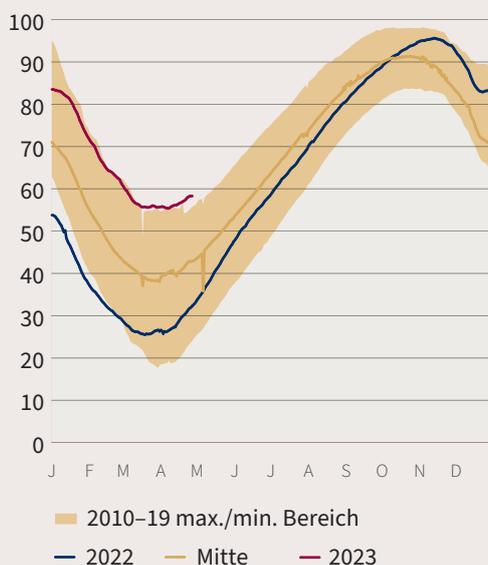
Die Kerninflation war, wie schon erwähnt, etwas hartnäckiger, aber es gibt Anzeichen dafür, dass sich die Komponenten Waren und Dienstleistungen im Laufe des Jahres deutlicher abschwächen dürften.

Die Aussichten für die Wareninflation haben sich nach Chinas Lockerung der Covid-bedingten Beschränkungen für den Warenverkehr deutlich verbessert. Die Bedingungen in der Lieferkette haben sich normalisiert und es gibt sogar Anzeichen dafür, dass Kapazitäten frei werden: Der Global Supply Chain Pressure Index der New York Fed notiert mehr als eine Standardabweichung unter dem langfristigen Durchschnitt - der niedrigste Wert seit 2009 (Abbildung 5). Darüber hinaus sind die «groben» Messgrößen der Versorgungskette, wie z.B. die Spotrate für das Chartern eines Schiffscontainers, auf den Stand von vor der Pandemie zurückgekehrt.

Die Auswirkungen der sich entspannenden Lieferkette spiegeln sich in den meisten europäischen Ländern noch nicht in vollem Umfang in den Warenkörben für den Kern-Verbraucherpreisindex wider - aus den US-Daten lässt sich das klarer ablesen. Das mag zum Teil daran liegen, dass europäische Unternehmen nach dem Anstieg der Grosshandelspreise für Gas im vergangenen Jahr

ABBILDUNG 3: FÜLLSTAND DER EUROPÄISCHEN GASSPEICHER

Gesamtkapazität (in %)



Quellen: Gas Infrastructure Europe – AGSI, Bloomberg, Rothschild & Co

ABBILDUNG 4: WELTWEITE NAHRUNGSMITTELPREISE

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (in %)



Quellen: Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der Vereinten Nationen%, Refinitiv Datastream, Rothschild & Co

zunächst mit relativ höheren Inputkosten zu kämpfen hatten. Auch wenn sie nicht direkt vergleichbar sind, waren die Raten der Erzeugerpreisinflation in der Eurozone und im Vereinigten Königreich im Durchschnitt weit höher als in den USA (obwohl sie sinken und sich im Vergleich zu ihren jeweiligen Höchstständen mehr als halbiert haben).

Der wichtigste - und potenziell beunruhigender - Aspekt der Inflationsentwicklung, insbesondere bei den Verbraucherpreisen im Dienstleistungssektor, ist das anhaltend über dem Trend liegende Wachstum der Nominallöhne. Dennoch war das Tempo des Lohnwachstums nicht wirklich

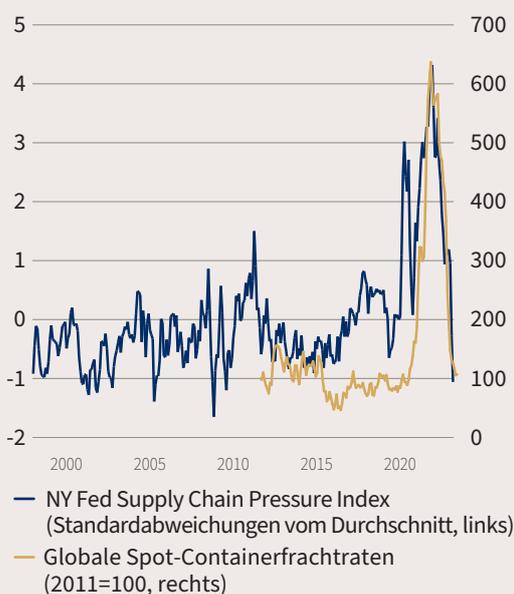
bemerkenswert, wenn man bedenkt, dass die Arbeitslosenquoten in mehreren großen Volkswirtschaften auf oder nahe an einem Rekordtief liegen: In realen (inflationsbereinigten) Zahlen entwickelte sich das Lohnwachstum in den USA während des größten Teils der Zeit nach der Pandemie sogar negativ (Abbildung 6).

Es ist wahrscheinlich, dass sich das Reallohnwachstum nun ins Positive wendet, da die Gesamtinflationen weiter sinken, wie der Tracker der Atlanta Fed für das Wachstum des Medianlohns signalisiert (siehe erneut Abbildung 6). Eine Lohn-Preis-Spirale wie in den 1970er Jahren, bei der sich Löhne und Preise gegenseitig in die Höhe schrauben, erscheint uns jedoch höchst unwahrscheinlich: In der am stärksten von Inflation bedrohten großen Volkswirtschaft, dem Vereinigten Königreich, entwickelten sich die Reallöhne damals überwiegend positiv und heizten die Inflation aktiv an. Darüber hinaus gibt es strukturelle Unterschiede: Der Grad der gewerkschaftlichen Organisierung ist heute weitaus geringer, die Praktiken der Unternehmensführung und die Arbeitsbeziehungen im Allgemeinen haben sich gewandelt. Auch das weltweite Arbeitskräfteangebot hat sich durch China und andere asiatische Volkswirtschaften erhöht (um nur einige Beispiele zu nennen).

Wir halten es für wahrscheinlich, dass sowohl die Gesamt- als auch die Kerninflationen im Laufe dieses Jahres sinken werden. Wir erwarten, dass die Kerninflation hartnäckiger sein wird - vor allem, weil die Verbrauchernachfrage in den letzten Monaten stabil geblieben ist. Dennoch sollte sie langsam nachlassen und sich schließlich vielleicht sowohl in den USA als auch in Europa über dem Zielwert im Bereich zwischen 2-4% einpendeln.

ABBILDUNG 5: BEDINGUNGEN DER LIEFERKETTE

Verschiedene Kennzahlen



Quellen: Federal Reserve Bank of New York, Drewry Research, Bloomberg, Rothschild & Co

ABBILDUNG 6: METRIKEN ZUM WACHSTUM DER REALLÖHNE IN DEN USA

Nominallohnwachstum abzüglich VPI-Inflation (Veränderung gegenüber dem Vorjahr, in %)



Quellen: US Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Bank of Atlanta, Bloomberg, Rothschild & Co

Lokale Gewinner oder Verlierer?

Menschen haben oft ausgeprägte Meinungen zur Entwicklung ihrer Volkswirtschaften – zumeist sind diese sehr kritisch.

Diese Dinge haben wir in den letzten fünfzehn kurzen Jahren erlebt: eine globale Finanzkrise, eine Schuldenkrise in der Eurozone, verstärkten politischen Populismus und Dysfunktionalität, die Pandemie und in jüngster Zeit die zunehmende Energieunsicherheit und das Wiederaufleben von Inflation und geopolitischem Trauma (und jetzt eine unangenehme Zunahme des Bankenrisikos).

Vor diesem Hintergrund gab es viele schlechte lokale Nachrichten. Selten schien die Sorgenwand grösser als in den letzten Monaten, und man konnte sich dem Eindruck, dass unsere jeweiligen Volkswirtschaften und Behörden besonders schlecht abschneiden, dass wir irgendwie besonders unfähig sind oder sehr viel Pech haben, nur schwerlich entziehen.

In der Realität ist es natürlich nicht möglich, dass alle Länder ganz schlecht - oder ganz gut - dastehen. Wir möchten an dieser Stelle einige plausible Ranglisten für Wirtschaftsleistung auf der Grundlage von bestimmten Makrovariablen vorstellen. Sie sind nicht dazu gedacht, Anlageentscheidungen mechanistisch zu unterstützen. Makroökonomische Faktoren sind nur ein Teil der vielen möglichen Inputparameter für den Investitionsprozess, und nicht alle Aspekte der Wirtschaftsleistung sind gleich wichtig. Gleichzeitig bieten sie aber zumindest eine quasi-objektive Perspektive und filtern ein klareres wirtschaftliches Signal aus dem polemischen Hintergrundlärm heraus.

WAS IST WIRKLICH WICHTIG?

Wie genau sollen wir makroökonomische Leistung messen und entscheiden, welche grossen Volkswirtschaften die beste Leistung erbringen? Trotz der starken Emotionen gibt es die eine allgemein akzeptierte «richtige» Antwort nicht. Schon die Meinungen darüber, was denn überhaupt das Hauptziel wirtschaftlichen Tätigkeit ist, gehen stark auseinander. Ist es Wohlstand, Beständigkeit, Gerechtigkeit, eine Mischung daraus, oder vielleicht etwas ganz anderes?

Es gibt viele Facetten der Wirtschaftsleistung, und wir haben 19 Variablen ausgewählt, die jeweils einen bestimmten Aspekt abbilden sollen. Wir haben für jede Variable eine Rangfolge der Leistungen der einzelnen Länder erstellt und dann einen Durchschnittswert für alle 19 Länder berechnet, um einen Gesamtscore zu erhalten. Wir lassen die Zahlen weitgehend für sich selbst sprechen. Die meisten Leser werden feststellen, dass es ihrer Volkswirtschaft eigentlich doch nicht so schlecht geht.

Wenn es um wirtschaftlichen Wohlstand geht, wissen wir, dass die wichtigen Dinge nicht immer messbar sind, und dass das, was messbar ist, nicht unbedingt wichtig sein muss. Viele wichtige Variablen, darunter so zentrale Grössen wie Produktion, Produktivität, Ungleichheit, Nutzen oder Glück, sind in der Realität nur schwer oder gar nicht zuverlässig zu messen. Es gibt auch viele Variablen, die leichter zu messen sind, wie Geldmenge, Währungsreserven, Verschuldung von Staat und Verbrauchern. Letztlich sind diese dann aber nicht so wichtig.

Es ist uns auch klar, dass trotz der besten Bemühungen der Statistiker, Definitionen und Messverfahren zu standardisieren, die Messabweichungen von Land zu Land variieren können - wie die Pandemie im Fall der Produktion (d.h. des BIP - der vielleicht am häufigsten verwendeten Wirtschaftsstatistik - siehe Kommentare unten) sehr deutlich gezeigt hat. Durch die Berücksichtigung einer Vielzahl von Indikatoren und eines langen Vergleichszeitraums konnten wir aber immer noch auf ein recht umfangreiches und aussagefähiges Kollektiv zurückgreifen.

Wir haben unsere 19 Variablen in die drei oben genannten grossen Unterkategorien eingeteilt:

- **Wohlstand** (Wachstum und materieller Lebensstandard);
- **Beständigkeit** (Finanzen, Umwelt – wir wollten den Begriff «Nachhaltigkeit» verwenden, der aber jetzt zu stark mit Umweltthemen in Verbindung gebracht wird);
- **Gerechtigkeit** (allgemeines gesellschaftliches Wohlbefinden, Stabilität).

Diese Unterkategorien mögen nicht allumfassend sein, scheinen aber jeweils eine bestimmte, wünschenswerte Qualität zu erfassen. Jede der drei Unterkategorien umfasst eine unterschiedliche Anzahl von Teilvariablen.

Bei der Erstellung einer Gesamtwertung berücksichtigen wir diese Unterkategorien aber nicht und gewichten jede Variable gleich. Dennoch kann es interessant sein zu sehen, wie die Volkswirtschaften in Bezug auf die drei Unterkategorien abschneiden (siehe Anhang). Manche Leserinnen und Leser sind vielleicht der Meinung, dass es (zum Beispiel) hauptsächlich um Wohlstand geht, andere wiederum, dass Gerechtigkeit am wichtigsten ist.

WARUM IST DAS WICHTIG?

Nachdem wir entschieden haben, welche Variablen wichtig sein könnten, müssen wir entscheiden, in welcher Form diese berücksichtigt werden sollen. Konzentrieren wir uns (zum Beispiel) auf die Höhe des Pro-Kopf-BIP, seine Wachstumsrate oder beides? Betrachten wir jährliche Daten oder längerfristige Trends? Beschränken wir uns auf Ranglisten oder müssen wir die Unterschiede quantifizieren (d. h. einen ordinalen oder kardinalen Ansatz wählen)? Ein Land mag niedriger als ein anderes rangieren, aber der quantitative Unterschied der Leistung kann unbedeutend sein (im Sinne der Messung oder der Statistik).

ABBILDUNG 7: GESAMTRANKING DER LÄNDER

Durchschnitt 2011–2022

| | Gesamt | Wohlstand | Beständigkeit | Gerechtigkeit |
|-------------|--------|-----------|---------------|---------------|
| Schweiz | 1 | 5 | 1 | 3 |
| Schweden | 2 | 6 | 2 | 1 |
| Deutschland | 3 | 8 | 3 | 2 |
| Niederlande | 4 | 9 | 4 | 6 |
| Australien | 5 | 3 | 14 | 4 |
| Kanada | 6 | 7 | 11 | 7 |
| USA | 7 | 2 | 15 | 9 |
| VK | 8 | 10 | 10 | 5 |
| China | 9 | 4 | 8 | 12 |
| Frankreich | 10 | 12 | 6 | 10 |
| Japan | 11 | 14 | 7 | 8 |
| Eurozone | 12 | 13 | 5 | 11 |
| Indien | 13 | 1 | 13 | 15 |
| Spanien | 14 | 15 | 12 | 13 |
| Italien | 15 | 16 | 9 | 14 |
| Brasilien | 16 | 11 | 16 | 16 |

Quellen: Rothschild & Co, die übrigen werden im Abschnitt «Quellen» genannt

Fussnote: Bei der Berechnung des «Gesamt»-Rangs haben wir zunächst den durchschnittlichen Rang jedes Landes für alle 19 Variablen für jedes Jahr berechnet. Anschliessend haben wir für jedes Land die durchschnittliche Gesamtpunktzahl für den Zeitraum 2011-2022 ermittelt und eine Rangliste erstellt. Das gleiche Verfahren wurde für alle drei Kategorien wiederholt, wobei für jede Kategorie nur die relevanten Variablen verwendet wurden (siehe die einzelnen Variablen unter «Quellen»).

Auch dafür gibt es keine «richtige» Antwort. In der Kategorie «Wohlstand» haben wir sowohl Niveaus als auch Wachstumsraten berücksichtigt und für das BIP-Wachstum einen gleitenden Dreijahresdurchschnitt verwendet, um einige der störenden jährlichen Schwankungen zu glätten. Darüber hinaus haben wir Ranglisten untersucht, die sich sowohl aus einfachen Ranglisten als auch aus Z-Scores (bei denen die Divergenzen in Form von Abweichungen vom Mittelwert ausgedrückt werden) ergaben, wobei wir hier nur die rohen Ranglisten wiedergeben.

ERGEBNISSE

Wenn man alle Ergebnisse betrachtet, ist die Wirtschaft, die sowohl in jüngster Zeit als auch im gesamten Zeitraum 2011-22 am besten abschneidet, eine, über die wir selten sprechen: Die Schweiz (Abbildung 7). Sie steht bei der Beständigkeit an der Spitze, ist aber auch in den Kategorien Gerechtigkeit und Wohlstand führend. Es folgen Schweden und Deutschland, die ebenfalls in allen drei Kategorien gute Scores vorweisen können.

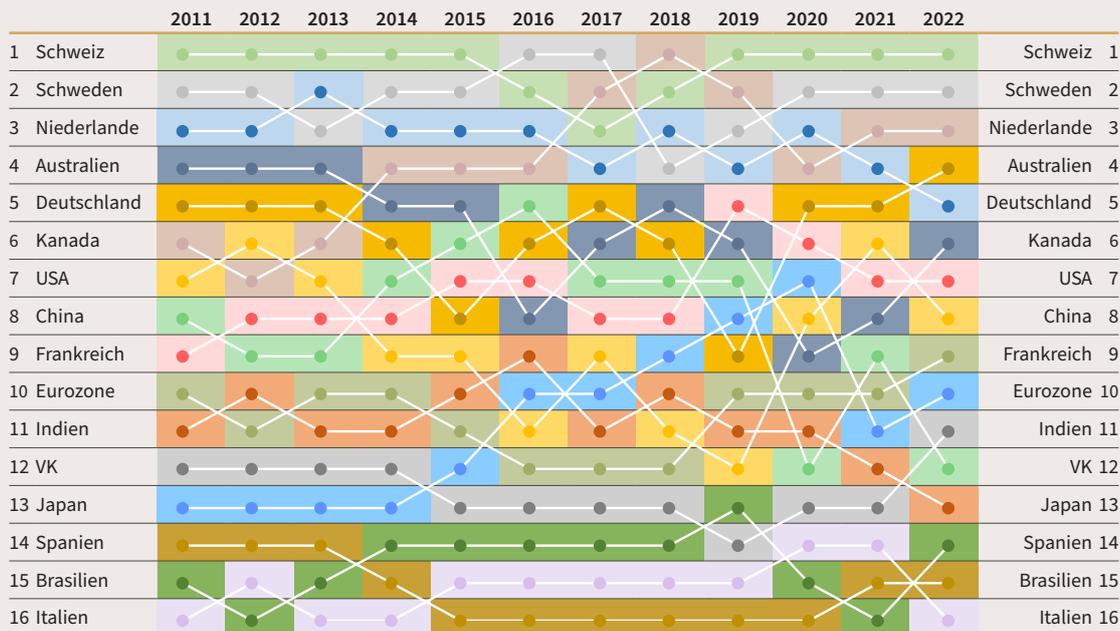
Am anderen Ende der Tabelle rangiert Italien in jüngster Zeit (Abbildung 8) und Brasilien während des gesamten Zeitraums am niedrigsten. Spanien belegt in letzter Zeit und insgesamt den drittletzten Platz. Diese Länder rangieren in den einzelnen Kategorien auf den hinteren Plätzen – mit Ausnahme von Italien, das (vielleicht unerwartet) im Mittelfeld der Beständigkeit rangiert.

Die am besten bewertete grosse Volkswirtschaft (G7) ist Deutschland (ziemlich konstant), gefolgt von Kanada und den USA (weniger konstant). Die am schlechtesten bewertete grosse Volkswirtschaft ist Italien (sehr konstant), die zweitschlechteste ist Japan (hin und wieder war es Frankreich).

Einige typische Erwartungen werden hier bestätigt: Schweden führt die Kategorie Gerechtigkeit ziemlich konstant an, während die USA beim Wohlstand sehr gut abschneiden. Aber es gibt auch einige unerwartete Platzierungen: Indien schneidet in der Kategorie Wohlstand sehr gut ab, was überrascht, wenn man bedenkt, dass wir in unserer Rangliste neben dem Bevölkerungswachstum

ABBILDUNG 8: GESAMTRANKING DER LÄNDER IM ZEITVERLAUF

2011–2022



Quellen: Rothschild & Co, die übrigen werden im Abschnitt «Quellen» genannt

Fussnote: Die Rangliste jedes Jahres basiert auf der durchschnittlichen Punktzahl aller 19 Variablen. Wenn zwei Länder die gleiche Punktzahl erreicht haben, haben wir dem Land mit der besseren «Wohlstands»-Punktzahl einen höheren Rang zugewiesen.



auch die Wachstumsraten und das BIP-Niveau berücksichtigen. Die derzeitigen Einkommen mögen niedrig sein, dafür ist die Steigerungsraten hoch. Japan schneidet in dieser Kategorie schlecht ab: Der hohe Lebensstandard des Landes stagniert und die Bevölkerung altert.

China - eine grosse Volkswirtschaft, die jedoch nicht zur Gruppe der entwickelten G7-Staaten gehört - schneidet unauffällig ab, mit guten Ergebnissen in puncto Wohlstand, aber weniger guten in anderen Bereichen.

Das Vereinigte Königreich, oft dominiert von harscher Selbstkritik und Fatalismus, hat in letzter Zeit nachgelassen (aber siehe unten: dies spiegelt zum Teil Messprobleme wider, die das jüngste Wachstum im Vergleich zu anderen Ländern unterbewerten). Dennoch rangiert das Vereinigte Königreich bei den G7-Staaten insgesamt noch vor Japan und Italien. Für den gesamten Zeitraum liegt es im Mittelfeld der Tabelle. Es erhält (vielleicht unerwartet) durchweg die höchste Punktzahl in der Kategorie «Gerechtigkeit».

Gerade bei den großen Volkswirtschaften, die auf den hinteren Plätzen rangieren, ist zu bedenken, dass es sich immer noch um hochentwickelte, industrialisierte Volkswirtschaften handelt und dass ihre niedrigen Werte in unserer Rangliste nicht zwangsläufig auf eine schlechte Investitionsleistung schliessen lassen (siehe unten).

EINE FUSSNOTE ZUR MESSUNG NACH DER PANDEMIE: DAS VEREINIGTE KÖNIGREICH VS EUROPA

Wir versuchen nicht, die unterschiedliche Messmethodik zu bereinigen, die erheblich zu den unterschiedlichen Pfaden des BIP seit der Pandemie beiträgt. So verwenden die Statistiker im Vereinigten Königreich Messgrößen für einige Aktivitäten des öffentlichen Sektors, die auf der Erbringung von Leistungen beruhen (Schulunterricht, Arzttermine), während andere Länder Messgrößen verwenden, die eher auf dem Einkommen basieren (Lohnsummen). Als die Schulen geschlossen waren, wurden weniger Unterrichtsstunden erteilt, obwohl das Personal weiterhin bezahlt wurde, und die Produktion im Vereinigten Königreich schien weiter zu sinken und hat sich infolgedessen langsamer erholt.

Das britische Office for National Statistics hat bereits 2021 im Ländervergleich des BIP während der Pandemie darauf hingewiesen («*International comparisons of GDP during the coronavirus (COVID-19) pandemic*», 1. Februar 2021). Zuletzt wurde im Haushaltsbericht des britischen Finanzministeriums vom März 2023 behauptet, dass die gesamte gemessene reale BIP-Divergenz zwischen dem Vereinigten Königreich und den wichtigsten Volkswirtschaften der Eurozone seit 2019 damit erklärt werden kann («*Spring Budget 2023*», S. 15-16). Trotzdem wird diese Tatsache von den meisten britischen Kommentaren übersehen, die das eigene Land in den letzten sechs Monaten noch kritischer als sonst betrachtet haben.

Wir haben nicht versucht, diesen Effekt zu bereinigen, da keine vergleichbaren Zeitreihen verfügbar sind. Aber selbst, wenn man diese Verzerrung der relativen BIP- und Produktivitätsleistung des Vereinigten Königreichs nach 2019 berücksichtigt (die mit der Normalisierung der Arbeitsbedingungen wahrscheinlich abnehmen wird), rangiert die jüngste Leistung des Landes in der Kategorie «Wohlstand» beispielsweise vor Deutschland und Spanien (Abbildung 10). Das durchschnittliche Ranking für die Kategorie «Wohlstand» über den gesamten Zeitraum, für den wir die Rangliste erstellt haben (2011-2022), liegt bei 10 und damit vor Frankreich, Italien, der Eurozone insgesamt und Japan (Abbildung 7).

... wir wissen, dass das, was zählt, nicht immer messbar ist, und dass das, was messbar ist, nicht immer zählt.



EINE FUSSNOTE ZUR LANGZEITMESSUNG: DAS VEREINIGTE KÖNIGREICH VERSUS ÜBRIGE VERGLEICHSLÄNDER

Wie bereits erwähnt, war die kritische Beurteilung des Vereinigte Königreich in den heimischen Kommentaren in letzter Zeit ungewöhnlich stark ausgeprägt. Der Anstieg der Energierechnungen war hier sehr schmerzhaft, und die Innenpolitik war in letzter Zeit besonders schwierig. Einige Kommentare scheinen jedoch übertrieben.

So wird beispielsweise berichtet, dass die jüngsten Produktivitätszuwächse im Vereinigten Königreich die schlechtesten der letzten dreihundert Jahre waren. Das scheint alarmierend zu sein (was ja auch die Absicht dieser Aussage ist). Diese Beobachtung ist jedoch nicht sehr aussagekräftig.

Wenn es schon schwierig ist, die moderne Wirtschaft zu messen, so ist es noch schwieriger, im Nachhinein überzeugende Daten für Zeiträume zu erheben, in denen das Konzept des BIP noch nicht einmal existierte. Naturwissenschaftler können anhand von Eisbohrungen, Baumringen und ähnlichem auf das Klima in der Vergangenheit schliessen: Ökonomen hingegen steht nichts vergleichbar Genaues zur Verfügung, wenn sie versuchen, die Temperaturen in der Vergangenheit abzuschätzen.

Zum anderen ist das Vereinigte Königreich eines der wenigen Länder, für die so lange Zeitreihen verfügbar sind, woraus sich eine Verzerrung aufgrund der Verfügbarkeit von Daten gibt. Hätten wir Datenmaterial für andere Länder, ergäben sich möglicherweise ähnlich ungünstige historische Vergleiche - wir wissen es nur nicht.

BEDEUTUNG FÜR INVESTITIONEN

Die makroökonomische Entwicklung muss sich in gewissem Masse auf die Ergebnisse von Anlagen auswirken, aber das gilt auch für viele andere Faktoren. Die Unternehmensergebnisse werden durch das Wachstum, aber auch durch Steuern und andere Variablen bestimmt: Die enttäuschende langfristige Entwicklung des chinesischen Aktienmarktes hat sich nicht in einem schnelleren Wachstum der Gewinne je Aktie niedergeschlagen. Unsere Rankings werden auch nicht allein durch den Faktor Wachstum bestimmt, sondern durch all diese anderen Variablen. Würden wir erwarten, dass Gerechtigkeit die Performance der Aktienmärkte sichtbar beeinflusst? Dieser Faktor sollte eine gewisse Rolle spielen - aber würde er dies systematisch und in der Art und Weise tun, wie wir ihn messen? Ähnliche Überlegungen gelten für die Umweltkomponente unserer Makro-Scorecard.

Die Wahrscheinlichkeit, dass unsere Scorecard mit den Kapitalmärkten übereinstimmt, ist vielleicht in den Bereichen Anleihen und Währungen am grössten, da es sich hier um reine «Makro»-Verhältnisse handelt.



Auch andere, viel nüchternere Überlegungen spielen eine Rolle. Der Schweizer Aktienmarkt erwirtschaftet mehr als neun Zehntel seiner Gewinne ausserhalb der Schweiz, und auch der Grossteil der britischen Unternehmensgewinne wird ausserhalb des Vereinigten Königreichs erzielt. Ein grösserer Teil der Gewinne Brasiliens wird zwar im Land erwirtschaftet, sie werden aber weitgehend von den globalen Rohstoffpreisen bestimmt.

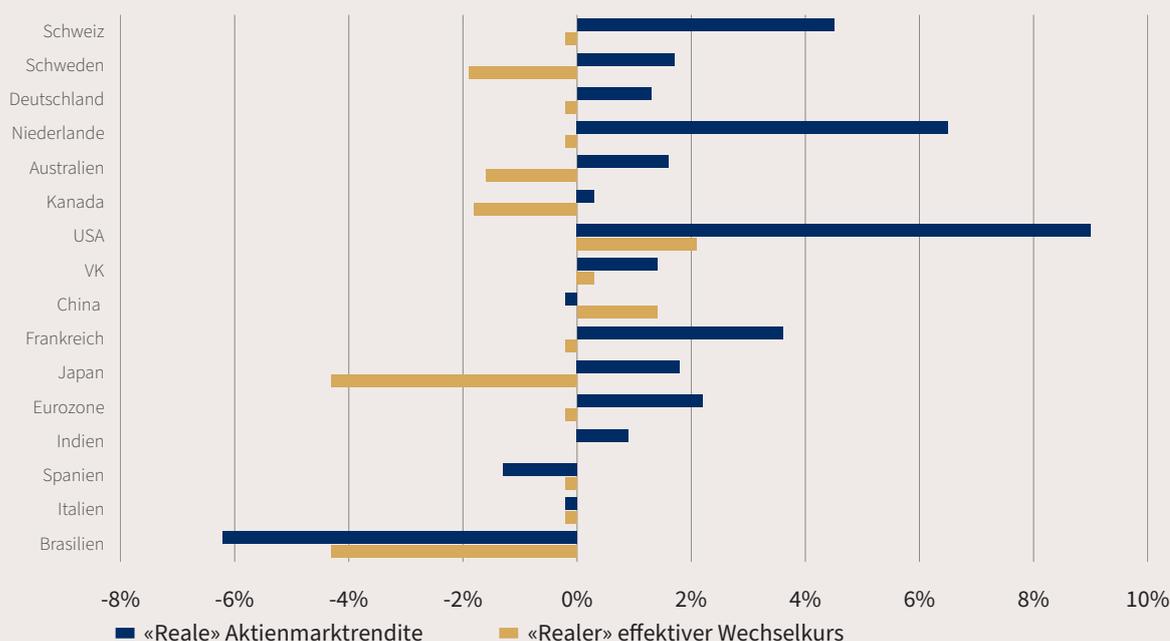
Allgemeiner gesagt können die Erwartungen genauso wichtig, wenn nicht sogar wichtiger sein als die Ergebnisse. Wenn man davon ausgeht, dass Indien schnell wachsen wird, spiegeln die dortigen Aktien- und Anleihemärkte dies vielleicht schon wider. Das Land gehört durchweg zu den teureren Schwellenländern (Abbildung 9).

Die Wahrscheinlichkeit, dass unsere Scorecard mit den Kapitalmärkten übereinstimmt, ist vielleicht in den Bereichen Anleihen und Währungen am grössten, da es sich hier um reine «Makro»-Verhältnisse handelt. Der reale Wechselkurs der Schweiz war insgesamt teuer und die Kosten der Kapitalaufnahme niedrig. Die Währung und der Anleihemarkt Brasiliens können volatil sein, ebenso wie wohl die italienischen Märkte, wenn das Land nicht mit dem Euro verknüpft wäre. Aber selbst dort bezweifeln wir, dass ein verwertbarer Zusammenhang zwischen unseren Bewertungen und der Performance von Anlagen gefunden werden kann.

Dennoch, wenn diese Rankings dazu beitragen, einige falsche Vorstellungen zu zerstreuen, leisten sie einen Dienst, indem sie einen Teil des Hintergrundrauschens reduzieren und es den Anlegern ermöglichen, einige der fantastischeren Geschichten zu ignorieren, die erzählt werden.

ABBILDUNG 9: AKTIENMARKT- UND WÄHRUNGSRENDITEN

Sortiert nach Länderrang (2011-2023*, annualisiert)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

*Der Zeitraum erstreckt sich von Januar 2011 bis März 2023. Die Aktienmarktrenditen werden in US-Dollar angegeben, bereinigt um die Gesamtinflation in den USA.

Anhang: die Eingabeparameter

Dabei handelt es sich um die 19 Variablen, die nach den oben genannten Unterkategorien gruppiert sind. In jedem Fall stammen die Daten aus einer einzigen Quelle, um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten. Diese Quellen sind im Folgenden aufgeführt.

WOHLSTAND

Die Variablen dieser Unterkategorie sollen den Erfolg eines jeden Landes bei der Erwirtschaftung der realen (d. h. inflationsbereinigten) Produktion, des Einkommens und der Ausgaben (auf aggregierter Ebene sind die drei Dinge synonym) vor Abschreibungen im Inland, d. h. das Bruttoinlandsprodukt, erfassen. Wir sind an solchen Dingen interessiert, weil sie hoffentlich mit dem allgemeinen Wohlstand korrelieren (das Glück oder der Nutzen, der sich aus den von uns hergestellten Waren und erbrachten Dienstleistungen ergibt - nicht die einzige Art von Glück - aber diejenige, die am einfachsten zu messen ist).

Es ist nicht die einzige Flussgrösse, die verwendet werden kann, aber sie ist die nützlichste und am meisten beobachtete. Wir könnten zum Beispiel nominale Daten verwenden. Wenn aber die Inflationsraten voneinander abweichen, würde uns das über die zugrunde liegenden Grössen täuschen. Ähnlich verhält es sich mit Messungen des Nettosozialprodukts, die allerdings nicht so leicht verfügbar sind und nur selten ein deutlich anderes Bild ergeben würden.

ABBILDUNG 10: GESAMTRANKING WOHLSTAND LÄNDER IM ZEITVERLAUF

2011–2022

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Australien | 2 | 2 | 2 | 1 | 2 | 5 | 2 | 3 | 7 | 5 | 2 | 1 |
| Brasilien | 9 | 9 | 9 | 11 | 15 | 15 | 15 | 15 | 14 | 9 | 8 | 9 |
| Kanada | 4 | 5 | 4 | 4 | 7 | 9 | 7 | 6 | 4 | 6 | 8 | 8 |
| China | 3 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 | 3 | 4 | 2 | 4 | 6 | 7 |
| Eurozone | 12 | 13 | 14 | 14 | 14 | 12 | 11 | 12 | 9 | 11 | 13 | 10 |
| Frankreich | 10 | 11 | 11 | 12 | 13 | 13 | 13 | 13 | 10 | 12 | 11 | 11 |
| Deutschland | 7 | 6 | 7 | 9 | 8 | 7 | 9 | 8 | 12 | 10 | 10 | 14 |
| Indien | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 3 | 3 | 7 | 3 |
| Italien | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 15 | 15 | 13 | 14 | 12 |
| Japan | 14 | 12 | 11 | 10 | 11 | 14 | 14 | 14 | 16 | 15 | 15 | 16 |
| Niederlande | 13 | 13 | 13 | 13 | 10 | 8 | 6 | 5 | 5 | 8 | 4 | 5 |
| Spanien | 15 | 15 | 15 | 15 | 12 | 10 | 10 | 10 | 13 | 16 | 16 | 15 |
| Schweden | 5 | 4 | 8 | 8 | 2 | 2 | 5 | 8 | 8 | 7 | 4 | 6 |
| Schweiz | 5 | 8 | 4 | 6 | 6 | 6 | 7 | 7 | 6 | 2 | 3 | 3 |
| VK | 11 | 10 | 10 | 7 | 9 | 10 | 11 | 10 | 10 | 14 | 11 | 13 |
| USA | 8 | 7 | 4 | 3 | 5 | 3 | 3 | 2 | 1 | 1 | 1 | 2 |

Quellen: Rothschild & Co, die übrigen werden im Abschnitt «Quellen» genannt

Wir sind nicht so sehr am BIP in absoluten Zahlen interessiert - die schiere Grösse der Volkswirtschaften der USA und Chinas würde sonst diese Kategorie dominieren, und Grösse allein sagt wenig über die eigentliche Leistung aus. Stattdessen konzentrieren wir uns auf **das Pro-Kopf-BIP** (real und wechsellkursbereinigt, d. h. unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Kaufkraft der Landeswährungen). Wir betrachten auch **das BIP-Wachstum** und **das Wachstum des Pro-Kopf-BIP** auf einer Trendbasis (um kurzfristige konjunkturelle Schwankungen zu vermeiden).

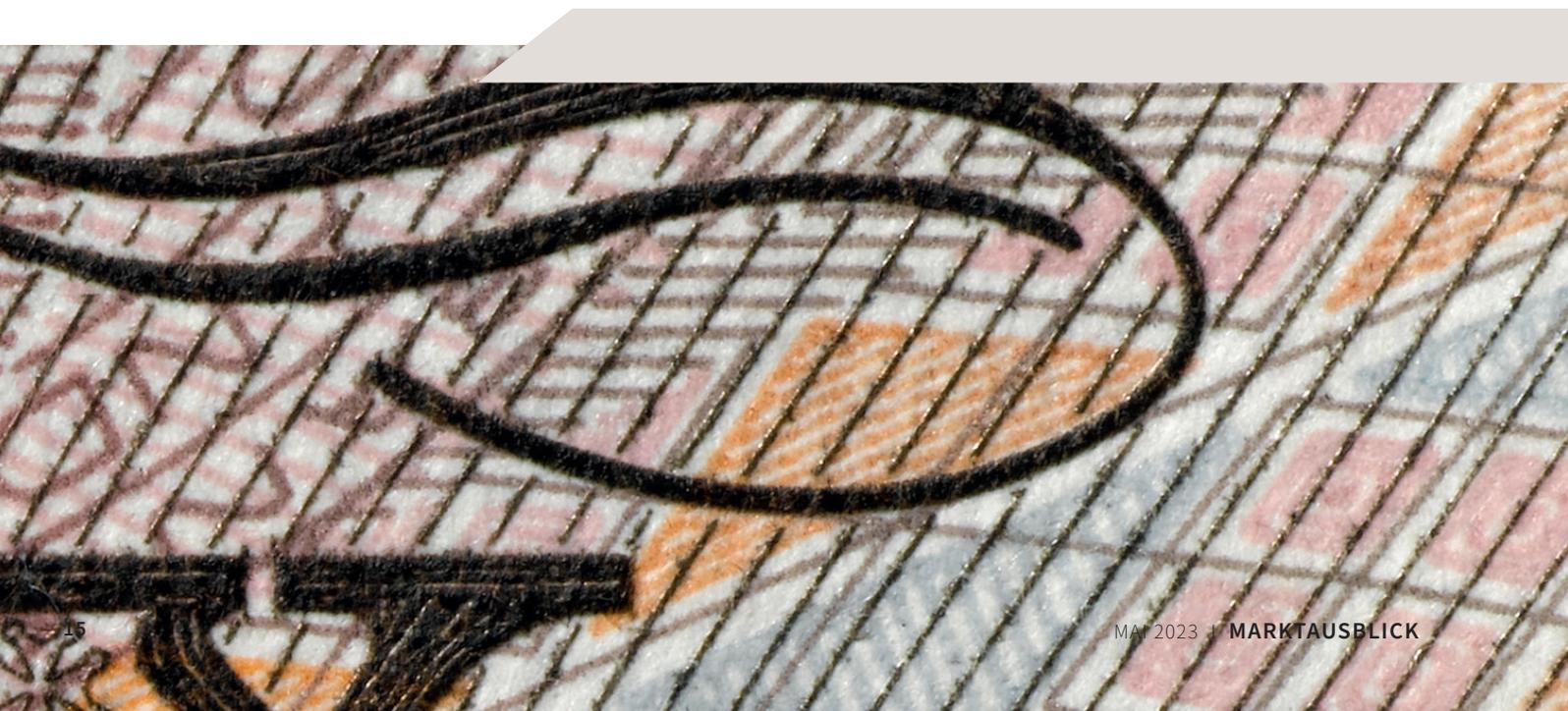
Wir beschränken uns bei unseren BIP-Messungen auf die Trends bis 2019 (danach scheint die Pandemie andere statistische Methoden in den Vordergrund gerückt zu haben: siehe Kommentar oben).

Wir interessieren uns auch dafür, wie effizient das BIP produziert wird, und berücksichtigen daher **das Trendwachstum der Arbeitsproduktivität** und **die Rentabilität der Unternehmen** (Eigenkapitalrendite des börsennotierten Sektors, ein möglicher Indikator für die Kapitalproduktivität). Die Arbeitsproduktivität unterscheidet sich vom Pro-Kopf-BIP insofern, als die Beschäftigungsquoten (und Arbeitszeiten) für eine Bevölkerung variieren können.

Um einen gewissen zukunftsorientierten Inhalt einzubeziehen, beziehen wir schliesslich das voraussichtliche **Trendwachstum der Bevölkerung** mit ein. Kurzfristig bedeutet eine wachsende Bevölkerung mehr Menschen, die sich den Kuchen teilen müssen - unter sonst gleichen Bedingungen. Längerfristig gesehen ist sie aber wohl ein Indikator für zukünftige Dynamik und Wachstum. Arbeit ist eine Ressource, keine Last.

Nicht in dieser Kategorie enthalten, aber durchaus denkbar, sind Messgrössen wie das konsolidierte Gesamtvermögen - also der Bestand an nationalem Vermögen im Gegensatz zum Fluss des nationalen Einkommens. Dafür gibt es zwei Hauptgründe. Zunächst ein praktischer Aspekt: Glaubwürdige und vergleichbare Bilanzdaten sind schwer zu bekommen. Zweitens, und das ist theoretischer, kann der Bestand (weitgehend) einfach als eine Kumulierung des Stroms betrachtet werden.

Zweifellos könnten wir noch andere Variablen finden, die man berücksichtigen könnte. Puristen könnten hingegen empfehlen, nicht mehr, sondern weniger Variablen zu verwenden: Sie könnten argumentieren, dass (z.B.) das Wachstum des realen Pro-Kopf-BIP vorrangig ist und dass die Überschneidung zwischen (z.B.) der Pro-Kopf-Produktion und der Produktivität lediglich Verwirrung stiftet. Wie wir oben bereits gesagt haben - es gibt keine richtige Antwort. Es gibt in der Wohlstandsdebatte jedoch mehrere unterschiedliche Stränge, und wir sind der Meinung, dass unsere Liste die meisten von ihnen erfasst.



BESTÄNDIGKEIT

Diese Gruppe von Variablen sagt unserer Meinung nach etwas über die wahrscheinliche Beständigkeit der Volkswirtschaften aus - können die derzeitigen Aktivitäten aufrechterhalten werden, oder deuten finanzielle und ökologische Risiken auf schlechte Nachrichten hin, die in der Zukunft lauern? Das betrifft nicht nur schlechte Nachrichten zum BIP und zur Produktivität (denn sonst wäre dies wohl nur eine Erweiterung der Kategorie «Wohlstand») sondern umfassendere Bedrohungen wie Finanz- und Verfassungskrisen - die möglicherweise Bedrohungen für die Volkswirtschaft als Ganzes darstellen.

Diese Unterkategorie hat die meisten Inputparameter von allen drei, ist aber sicher am schwierigsten quantitativ zu erfassen.

Wir beziehen ein Mass für **die CO2-Emissionen** als Indikator für absehbare Umweltanpassungen ein - sei es in Form von Minderung, Anpassung oder sogar politischer Disruption - wobei ein niedriger Wert gut ist. **Die Inflation** wird als allgemeiner Indikator für makroökonomische Risiken herangezogen, ebenso wie **die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen**: auch hier gilt, je niedriger der Wert, desto höher das Ranking. Die Einbeziehung von Inflation und Anleiherenditen in den Mix kann implizit die Dimension der realen Zinssätze erfassen: Ein Land, das höhere reale Renditen zahlen muss, kann als ein grösseres Risiko angesehen werden.

Die Staatsverschuldung wird weithin als Bedrohung für die finanzielle Tragfähigkeit angesehen, ebenso wie **das Haushaltsdefizit** (wir berücksichtigen sowohl den Bestand an bestehenden Schulden als auch die Neuverschuldung - beides mit dem BIP skaliert - da sie unterschiedliche Aussagen zulassen). Wir beziehen auch ein Mass für den Bestand an **Nettoauslandsinvestitionen** - das Nettovermögen des Landes im Vergleich zum Rest der Welt - und für **die Zahlungsbilanz** (die Leistungsbilanz, eine Art nationales Kapitalflussbild) ein, beides ebenfalls mit dem BIP skaliert.

Schliesslich berücksichtigen wir auch ein Mass für **die Exportdiversifizierung**, da ein Land, das von einer engen Palette von Produkten oder Rohstoffen abhängig ist, anfälliger für Schocks ist als eine stärker diversifizierte Wirtschaft.

ABBILDUNG 11: GESAMTRANKING BESTÄNDIGKEIT LÄNDER IM ZEITVERLAUF
2011–2022

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Australien | 16 | 14 | 16 | 15 | 8 | 15 | 14 | 14 | 13 | 13 | 13 | 11 |
| Brasilien | 11 | 12 | 15 | 15 | 15 | 16 | 15 | 16 | 16 | 15 | 15 | 13 |
| Kanada | 9 | 7 | 7 | 10 | 12 | 12 | 11 | 12 | 11 | 14 | 12 | 8 |
| China | 5 | 5 | 6 | 7 | 7 | 11 | 9 | 10 | 12 | 10 | 8 | 5 |
| Eurozone | 10 | 9 | 8 | 5 | 6 | 6 | 6 | 5 | 5 | 5 | 5 | 9 |
| Frankreich | 6 | 6 | 5 | 6 | 5 | 7 | 7 | 8 | 7 | 6 | 7 | 6 |
| Deutschland | 3 | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 | 3 | 3 | 2 | 1 | 4 | 4 |
| Indien | 15 | 15 | 13 | 13 | 14 | 13 | 13 | 13 | 14 | 12 | 14 | 11 |
| Italien | 11 | 12 | 10 | 8 | 9 | 8 | 8 | 7 | 7 | 6 | 9 | 15 |
| Japan | 7 | 7 | 9 | 12 | 8 | 5 | 5 | 6 | 6 | 8 | 6 | 6 |
| Niederlande | 4 | 4 | 4 | 3 | 3 | 3 | 1 | 2 | 3 | 4 | 3 | 3 |
| Spanien | 11 | 16 | 11 | 8 | 10 | 10 | 12 | 11 | 9 | 9 | 11 | 10 |
| Schweden | 2 | 2 | 2 | 2 | 4 | 4 | 4 | 4 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| Schweiz | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 3 | 1 | 1 |
| VK | 8 | 10 | 12 | 11 | 11 | 8 | 10 | 9 | 9 | 11 | 10 | 13 |
| USA | 14 | 11 | 13 | 14 | 13 | 14 | 16 | 15 | 15 | 16 | 16 | 15 |

Quellen: Rothschild & Co, die übrigen werden im Abschnitt «Quellen» genannt

GERECHTIGKEIT

Die in dieser Kategorie zusammengefassten Variablen sollen einige der weniger materiellen Aspekte des Wirtschaftslebens erfassen, die dennoch zum gesellschaftlichen Wohlbefinden beitragen. Wie bereits erwähnt ist es fraglich, ob Gerechtigkeit mehr oder weniger wichtig ist als Wohlstand - ist Ungleichheit wirklich so beunruhigend wie Armut?

Arbeitslosigkeit hängt mit Wachstum und Wohlstand zusammen, ist aber auch ein Indikator für Arbeitslosigkeit: Eine Wirtschaft, die stark wächst, aber keine Arbeitsplätze für Menschen bietet, die arbeiten wollen oder müssen, lässt Menschen im Stich. Arbeitslosigkeit ist ein Schlüsselindikator nicht nur für niedrige Einkommen, sondern auch für eine schlechte körperliche und geistige Gesundheit. **Die Einkommensungleichheit** (hier durch den «Gini-Koeffizienten» gemessen) ist ein direkteres Mass für die (Un-)Gerechtigkeit, ebenso wie die Vermögensungleichheit, obwohl Daten über letztere schwieriger zu bekommen sind.

Der Index der menschlichen Entwicklung erfasst eine Reihe von schwächeren, aber aussagekräftigen Messgrößen für das Wohlergehen wie Lebenserwartung, Bildungsniveau und Bruttonationaleinkommen. **Der politische Risikoindex** misst so wichtige Dinge wie den Grad der Demokratie, die Effektivität der Regierung und die Kontrolle der Korruption - oder zumindest hoffen wir das: Hier handelt es sich eindeutig um eine der subjektiveren und nicht überprüfbaren Variablen. **Der «Ease of doing Business» -Index** schliesslich - ein weiterer der eher subjektiven Messwerte - versucht, das Geschäftsklima zu erfassen, wobei ein liberaler Markt sowohl die Wahlmöglichkeiten als auch die Gleichheit (oder zumindest die Chancengleichheit, wenn auch nicht die Ergebnisgleichheit) fördert.

ABBILDUNG 12: GESAMTRANKING GERECHTIGKEIT LÄNDER IM ZEITVERLAUF
2011–2022

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Australien | 3 | 3 | 2 | 4 | 4 | 6 | 6 | 6 | 6 | 2 | 2 | 2 |
| Brasilien | 15 | 14 | 13 | 15 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| Kanada | 5 | 3 | 6 | 7 | 7 | 7 | 7 | 3 | 7 | 8 | 7 | 7 |
| China | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| Eurozone | 10 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| Frankreich | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 9 | 10 | 10 |
| Deutschland | 4 | 2 | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| Indien | 16 | 16 | 16 | 16 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| Italien | 12 | 13 | 13 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| Japan | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 | 7 | 7 | 7 |
| Niederlande | 5 | 6 | 7 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 | 2 | 6 | 5 | 5 |
| Spanien | 14 | 14 | 15 | 13 | 13 | 13 | 13 | 12 | 12 | 13 | 13 | 12 |
| Schweden | 2 | 5 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Schweiz | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 4 | 4 | 6 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| VK | 7 | 7 | 5 | 5 | 4 | 3 | 3 | 4 | 4 | 2 | 3 | 4 |
| USA | 9 | 9 | 9 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 9 | 9 | 9 |

Quellen: Rothschild & Co, die übrigen werden im Abschnitt «Quellen» genannt

QUELLEN

Wohlstand

BIP-Wachstum: IWF BIP in konstanten Preisen (jährliche Veränderung, gleitender Dreijahresdurchschnitt)

BIP pro Kopf: IWF Pro-Kopf-BIP in KKP-Werten (Niveau)

Wachstum des Pro-Kopf-BIP: IWF BIP pro Kopf in KKP (jährliche Veränderung, gleitender Dreijahresdurchschnitt)

Wachstum der Bevölkerung: Prognosen für das Bevölkerungswachstum der US-Volkszählung (Veränderung über 10 Jahre)

Produktivität: Conference Board BIP-Wachstum pro Arbeitsstunde

Rentabilität: MSCI-Indizes, Eigenkapitalrendite (Bloomberg-Daten)

Beständigkeit

Inflation: Jährliche durchschnittliche Inflationsrate des IWF

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen: Rendite zum Jahresende (Daten von Bloomberg)

Leistungsbilanz: IWF Leistungsbilanz in % des BIP

Internationale Nettoinvestitionen: IWF Status des Nettoauslandsvermögens in % des BIP

Finanzierungssaldo des Staates: IWF Netto-Kreditvergabe und Kreditaufnahme in % des BIP

Staatsverschuldung: IWF Brutto-Staatsverschuldung in % des BIP

Diversifizierung der Ausfuhren: UNCTAD-Diversifizierungsindex Kohlenstoffemissionen: Global Carbon Project CO2 pro Person

Gerechtigkeit

Arbeitslosenzahlen: IWF-Daten

Gini-Koeffizient: Weltbank Einkommen Gini-Koeffizient

Index der menschlichen Entwicklung: Indizes des UN-Entwicklungsprogramms

Ease of Doing Business: Weltbank-Indizes

Politisches Risiko: Bloomberg-Indizes

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 | -1.9 | -15.5 |
| 10-J.-US-Gilt | 3.7 | -10.0 | -19.3 |
| 10-J.-Bundesanleihen | 2.3 | -8.7 | -19.0 |
| 10-J.-Staatsanleihen (Schweiz) | 1.0 | -0.9 | -10.2 |
| 10-J.-Staatsanleihen (Japan) | 0.4 | -0.4 | -1.9 |
| Globale Anl.: Investment Grade (USD) | 3.6 | -1.1 | -7.6 |
| Globale Anl.: Hochzins (USD) | 9.2 | 0.3 | 11.6 |
| EM (USD) | 7.4 | -0.3 | -2.4 |

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

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

| | RENDITE (%) | 1 J. (%) | 3 J. (%) |
|-------------------|-------------|----------|----------|
| Welt: alle Länder | 2.3 | 2.4 | 45.6 |
| DM | 2.2 | 3.2 | 49.8 |
| EM | 3.1 | -3.9 | 18.1 |
| US | 1.6 | 1.4 | 51.1 |
| Eurozone | 3.1 | 11.9 | 51.2 |
| UK | 4.3 | 8.3 | 54.9 |
| Schweiz | 2.8 | -4.6 | 22.8 |
| Japan | 2.4 | 10.8 | 55.4 |

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE DEWEISENKURSE

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

| | NIVEAU | 1 J. (%) | 3 J. (%) |
|-------------------------|--------|----------|----------|
| US-Dollar (USD) | 114 | 1.0 | -1.7 |
| Euro (EUR) | 133 | 6.9 | 4.5 |
| Yen (JPY) | 76 | -3.3 | -23.0 |
| Pfund (GBP) | 80 | -1.4 | 2.1 |
| Schweizer Franken (CHF) | 186 | 8.2 | 10.1 |
| Chin. Yuan (CNY) | 141 | -3.4 | 7.4 |

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

| | NIVEAU | 1 J. (%) | 3 J. (%) |
|-----------------------------------|--------|----------|----------|
| CRB-Spot-Index (1994 = 100) | 266 | -13.6 | 126.4 |
| Brent Rohöl (\$/b) | 79 | -27.5 | 200.0 |
| Gold (\$/oz.) | 1,983 | 4.5 | 16.6 |
| Industriemetalle (1991 = 100) | 342 | -19.4 | 70.6 |
| Impl. Aktienvolatilität (VIX, %) | 16 | -51.9 | -56.8 |
| Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp) | 128 | -0.2 | 166.4 |

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
1. Mai 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.