



MARKTAUSBLICK | MAI 2022

Die grosse Illusion

Vorwort

In seinem 1910 erschienenen Buch *The Great Illusion* (auf Deutsch: *Die falsche Rechnung. Was bringt der Krieg ein?*) argumentierte der britische Publizist Normal Angell, die Vorteile eines Krieges in Europa seien illusorisch. Seine Argumentation findet vielfach noch heute Widerhall, und doch erscheint das Risiko einer schrecklichen Eskalation des Krieges in der Ukraine nur allzu real. Doch nicht in allen Fällen wiederholt sich die Geschichte (und die Person, der diese Aussage zugeschrieben wird, hat sich auch in vielen anderen Dingen geirrt).

Leider müssen wir davon ausgehen, dass der Konflikt vorerst andauern wird. Die menschlichen und geopolitischen Kosten des russischen Angriffs auf die Ukraine sind unerträglich hoch und ufern weiter aus (sie sind nur aus logistischer Sicht «eingedämmt»). Angesichts dessen erscheint es geschmacklos, die finanziellen Folgen auch nur zu erwähnen. Bisher hält sich die Wirkung auf die Weltwirtschaft aber offenbar in Grenzen. Die Aktienmärkte zeigten sich in den letzten zwei Monaten noch unbeirrter von der humanitären Katastrophe in der Ukraine, als sie es sonst tun.

Insbesondere die US-Wirtschaft ist weniger anfällig, als die BIP-Zahlen des ersten Quartals anzudeuten schienen. Konjunkturumfragen in den USA und in Europa signalisieren, dass bisher keine plötzliche Wachstumsverlangsamung eingetreten ist. Dies mag teilweise darauf zurückzuführen sein, dass die realen Ölpreise nicht so hoch sind (die Energiekosten stellen eine Bedrohung für die Verteilung dar, aber noch keine makroökonomische Bedrohung). Der im Zuge der Pandemie entstandene Nachholbedarf hält an. Die Arbeitsmärkte sind (noch) stärker angespannt als vor dem Angriff auf die Ukraine.

Es überrascht daher nicht, dass die bedeutenden Zentralbanken im Westen weiter ihre Bereitschaft zu Zinsanhebungen signalisieren, und das nachdrücklicher als zuvor. Am 24. Februar schien das wichtigste Wirtschaftsthema «anhaltender Konflikt oder höhere Zinsen» zu sein. Mittlerweile könnte es eher «anhaltender Konflikt und höhere Zinsen» lauten. Unserer Einschätzung nach dürften die Straffung der Geldpolitik und das Überschreiten des konflikt- bzw. rohstoffbedingten Zenits bei der Konsumentenpreis-inflation (vgl. zweiter Beitrag) die zugrunde liegende Inflation schliesslich unter Kontrolle halten, wenngleich immer noch über den Zielwerten (Trendraten etwa zwischen 2% und 4%).

Anleihen haben nach wie vor mit strategischem Gegenwind zu kämpfen, sind aber jetzt günstiger als zuvor. Aktien sind aus taktischer Sicht ebenfalls anfällig und nicht günstig (aber dennoch die beste Wahl, um langfristig Renditen über der Inflation zu erwirtschaften). Selbst unter Berücksichtigung der aktuellen Inflation spricht kurzfristig viel für die nominale Berechenbarkeit von liquiden Mitteln: Kaufkraft ist weniger volatil als Wertpapierkurse.

Kevin Gardiner/Victor Balfour
Global Investment Strategists

Cover: Banknoten Britisches Pfund
© Gettyimages

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

© 2022 Rothschild & Co
Wealth Management

Veröffentlichungsdatum: Mai 2022.
Werte: alle Daten per 30. April 2022.

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

Umfassende Erklärungsansätze

Fast über Nacht findet sich Europa erneut am Rande eines kontinentalen Konflikts wieder.

Wir haben sofort gelernt, dass die modernen Medien – auch die sozialen Medien – die Nebel des Krieges nicht vertreiben können. Unsere Presse ist zwar frei, aber nicht unbedingt objektiv oder vollständig informiert. Strategieexperten tun sich schwer damit, die Entscheidungen eines Hauptakteurs zu deuten und vorherzusagen, der gegen seine eigenen Interessen handelt.

Wenn wir keine glaubwürdige Prognose (im Gegensatz zu einer blossen Hoffnung) zum voraussichtlichen Ausgang des Krieges abgeben können, müssen wir davon ausgehen, dass der derzeit erbittert geführte, aber lokal begrenzte Konflikt weitergehen wird.

Dennoch versuchen sich viele an umfassenden Erklärungsansätzen. So haben wir gelesen, dass Russland aus der Dekadenz des Westens Kapital schlägt, der sich in Relativismus verstrickt hat und dem es an Selbstvertrauen und Führung mangelt. Angeblich erleben wir das Ende des liberalen, demokratischen und globalisierten «langen Friedens», wie beispielsweise Fukuyama und Pinker es in ihren Werken beschreiben. Die Werte der westlichen Aufklärung waren – so wird behauptet – nur eine vorübergehende Anmassung und werden durch einen «Zusammenstoss der Zivilisationen», Populismus, ein Demokratiedefizit und/oder eine «Deglobalisierung» ersetzt.

Fortschrittsgläubige haben sich schon früher dieser Anmassung schuldig gemacht. So argumentierte Normal Angell in seinem weithin verkauften Werk *The Great Illusion* (auf Deutsch: *Die falsche Rechnung. Was bringt der Krieg ein?*) aus dem Jahr 1910, dass die wirtschaftliche Verflechtung von Ländern einem Krieg zwischen den grossen Industriemächten entgegenwirken würde.

Die «Illusion» bestand seiner Ansicht nach darin, dass Staaten vom Militarismus profitierten. Angell behauptete in seinem Buch nicht, dass es nicht zu einem Krieg kommen könnte. Vielmehr meinte er, dass sich Krieg nicht lohnt – und dass diese Erkenntnis (so glaubte er) sich als wirksame Abschreckung erweisen würde. Eine weitere Ausgabe wurde 1933 veröffentlicht, und noch im selben Jahr erhielt Angell den Friedensnobelpreis. Jean Renoir übernahm den Titel im Jahr 1937 für seinen Film über französische Kriegsgefangene im Ersten Weltkrieg.

ABBILDUNG 1: STARKES WACHSTUM DES HANDELS

Welthandelsvolumen: Index, gleitender Dreimonatsdurchschnitt. 100 = 31/01/2000



Quelle: CPB World Trade Monitor, Rothschild & Co

Heutige Fortschrittsvorstellungen kalkulieren die Möglichkeit von Rückschlägen und/oder Zwischenfällen ein. Eine Interpretation der jüngsten Rückschläge geht davon aus, dass sie nicht vom Scheitern des westlichen Modells inspiriert wurden, sondern von seinem Erfolg. Freiheit und Wohlstand sind demnach so verlockend, dass die Macht autoritärer Regimes im Schwinden begriffen ist: Die Aggression nach aussen könnte eine defensive Reaktion auf die Angst sein, die Kontrolle im eigenen Land zu verlieren.

Solche umfassenden Erklärungen können verführerisch sein und dazu führen, dass sich der Geist anderen Denkansätzen verschliesst. Vieles spricht für eine Weltsicht, nach der man sich «durchwurstelt» (und wir haben das schon oft gesagt). Wenn wir uns jedoch einen dieser Erklärungsansätze aussuchen müssten, dann haben wir die Hoffnung auf Fortschritt – und damit auf eine erneute langfristige Globalisierung – noch nicht aufgegeben (Abbildung 1).

EIN UNBERECHENBARER HAUPTAKTEUR

Wir hoffen, dass bald wieder Frieden einkehrt. Allerdings ist es schwierig, das Handeln des Hauptakteurs richtig einzuschätzen. In seiner Rede vom 21. Februar legte der russische Präsident Wladimir Putin seine Ziele und (rückblickend betrachtet) seine Absicht ganz klar da, doch Russland wirkt nun schwächer und nicht stärker.

Abgesehen von den noch unbekanntem Verlusten an Menschen und Material sowie dem angeschlagenen militärischen Ansehen Russlands (was sich natürlich auch wieder ändern könnte) scheint die NATO durch den Konflikt erstarkt und nicht eingeschüchtert zu sein. Offenbar denken Finnland und Schweden über einen Beitritt nach. Die aktuelle und potenzielle Wirtschaftskraft Russlands wurde erheblich geschädigt. Die Kapitalmärkte des Landes sind einer Ächtung ausgeliefert: Wie der Index von St. Petersburg im Jahr 1917 ist auch der MSCI Russia effektiv auf null gefallen.

Russlands Zahlungsbilanz – und damit vorerst auch seine Währung – ist solide, aber nur im merkantilistischsten Kontext. Rechnungsvereinbarungen ändern nichts an der gegenwärtigen misslichen Lage des Landes: Russland braucht hochwertige Produkte, keine Rubel (die das Land im Übrigen jederzeit drucken kann).

Es muss neue Käufer für einen Grossteil seines Öls finden (das Gleiche wird irgendwann auch für Gas gelten), während seine Kriegshandlungen dazu beitragen, das Ende des Ölzeitalters zu beschleunigen. Russland kann seine derzeitigen Öleinnahmen zudem nicht einfach ausgeben, selbst wenn es das wollte. Die Konsumenten im Land werden ohne viele der Fahrzeuge, Mobiltelefone, Computer und Markenprodukte auskommen müssen, die sie so sehr schätzen.

Wenn der Hauptakteur sich so irrational verhalten kann, was ist dann noch ausgeschlossen? Wenn es so etwas wie Risikoprämien gäbe, wäre sicher jetzt der Zeitpunkt, an dem sie sich ausweiten würden.

LANGSAMERES WACHSTUM, HÖHERE INFLATION ...

Die wirtschaftlichen Auswirkungen der Invasion auf den Rest der Welt waren sofort klar: weniger Wachstum und höhere Konsumentenpreise durch die Unterbrechung der Versorgung mit wichtigen Rohstoffen und anderen Waren. Aus den ersten beiden Konjunkturumfragen, die seit dem Angriff Russlands auf die Ukraine veröffentlicht wurden, geht hervor, dass sich die Wachstumsaussichten nur moderat abgeschwächt haben.

Doch nicht alle Daten waren robust: In der vielbeachteten Umfrage des deutschen ifo Instituts zeigte sich ein deutlicher Rückgang bei den Erwartungen (der sich inzwischen teilweise umgekehrt hat), China hat erneut Lockdowns zur Eindämmung von COVID-19 eingeführt und zuletzt wurde überraschend ein Rückgang des US-BIP im ersten Quartal um 1% (annualisiert) gemeldet. Letzteres wird Spekulationen um einen geldpolitischen Fehler der Fed nur zusätzlich anheizen, wenn diese weitere Zinsanhebungen vornimmt (siehe unten). Der BIP-Rückgang ist jedoch Ausdruck dessen, was wir für einen unregelmässigen Beitrag des Nettohandels halten – so stiegen die endgültigen Inlandsausgaben auf 4%.

Im Westen ist das Konsumentenvertrauen zugegebenermassen stark angeschlagen, aber diesbezügliche Umfragen sind als Frühindikatoren weniger nützlich. Deshalb berücksichtigen wir sie in der Regel nicht. Wer würde sich im Moment in Bezug auf die zukünftige Entwicklung nicht weniger zuversichtlich fühlen? Ob wir deshalb weniger ausgeben oder nicht, ist unerheblich. Natürlich ärgern wir uns über die höheren Kraftstoffpreise, aber die unmittelbare Wirkung ist wahrscheinlich, dass die nominalen Gesamtausgaben steigen. Ebenso wenig gefällt uns der Gedanke, jetzt mehr auszugeben, um den Auswirkungen der Inflation auf unsere künftige Kaufkraft zuvorzukommen.

Die Arbeitsmärkte beiderseits des Atlantiks erscheinen noch angespannter als im Januar. Es gibt immer neue potenzielle Arbeitskräfte, die wieder in die Erwerbstätigkeit gelockt werden können – im Fachjargon ausgedrückt heisst das, dass es bei der «Erwerbsquote» noch Spielraum nach oben gibt. Das genaue Niveau der «Vollbeschäftigung» ist schwer zu ermitteln, doch wir waren in letzter Zeit selten so nah dran.

Von der anfänglichen Dynamik und der (bisher) ermutigenden Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine sind wir nicht besonders überrascht.

Wir vermuten seit Langem, dass die Phase des überdurchschnittlichen Wachstums nach der Pandemie länger anhalten könnte als von den offiziellen Prognosen angenommen. Aufgrund der lang andauernden lockeren Geld- und Fiskalpolitik, der frustrierten oder aufgestauten Konsum- und Investitionsnachfrage sowie der eher nüchternen Notwendigkeit, die Lagerbestände wieder aufzufüllen (um die Regale erneut zu füllen), besteht mehr Aufholpotenzial (ein Aufholen der verlorenen Produktion).

Unterdessen haben die Störungen der Ölversorgung nach der Invasion die Kaufkraft noch nicht so dramatisch unter Druck gesetzt, wie es denkbar gewesen wäre. Derzeit liegen die realen (d. h. inflationsbereinigten) Ölpreise rund zwei Fünftel über ihrem Zehnjahrestrend, sind aber niedriger als beispielsweise 2011–12 (Abbildung 1). Die Energiepreise stellen momentan eine politische oder verteilungspolitische, aber noch keine makroökonomische Bedrohung für die Regierungen der westlichen Länder dar.

Die hohe und steigende Kapazitätsauslastung – bei den Produktionsanlagen wie bei den Arbeitskräften – stellt ein zugrunde liegendes anhaltendes Inflationsrisiko dar, das aller Voraussicht nach auch dann nicht verschwinden wird, wenn die Preise von Öl und anderen Rohstoffen nicht mehr so stark steigen. Dies wird fast unweigerlich der Fall sein. Es muss keine anhaltenden weltweiten Engpässe geben, auch wenn (was wahrscheinlich ist) Europa beschliesst, dass es sich die Kosten für einen formelleren Verzicht auf russisches Öl und (schliesslich auch) Gas leisten kann.

Eben aus diesem Grund haben wir seit der Pandemie einen Anstieg der Trendinflation erwartet. Höhere Preise für Öl und andere Rohstoffe verstärken das Risiko, sind aber weder notwendig noch ausreichend für eine anhaltende Inflation, wie wir im Folgenden erläutern. Die Inflation in den 1970er Jahren begann schon weit vor der Gründung der OPEC zu steigen. Wenn die Arbeitsmarktlage nicht so schlecht und die Geld- und Fiskalpolitik nicht so locker gewesen wären, hätte der Anstieg der Ölpreise nicht die Wirkung entfaltet, die er damals hatte.

Die realen Rohstoffpreise sind alles andere als stabil: Vielmehr können sie dramatischen Schwankungen unterliegen und tendieren längerfristig gesehen nach unten. Nicht immer sind sie die natürliche «Absicherung» gegen Inflation, für die viele sie halten, selbst wenn es für normale Anleger möglich wäre, sie direkt zu besitzen, was nicht der Fall ist (mit Ausnahme von Edelmetallen). Durch das Nickelfiasco an der Londoner Metallbörse haben die Argumente dafür, sie indirekt zu halten, noch ein wenig mehr an Überzeugungskraft verloren.

... ABER NOCH KEINE «STAGFLATION»

Experten beschwören angesichts der sich abzeichnenden Kombination aus langsamerem Wachstum und höherer Inflation eine Rückkehr der «Stagflation» herauf. Das ist jedoch verfrüht.

Der Begriff «Stagflation» wurde erstmals auf die gut zehn Jahre lang andauernde Phase bis 1983 angewandt, in der ein langsames Wachstum mit einer hohen Inflation einher ging (Stagflation = Stagnation + Inflation). In den USA halbierte sich das Wachstum und die Inflation verdoppelte sich (in Grossbritannien jeweils noch stärker). Diese Phase hatte sich – wie gesagt – schon lange angebahnt.

Selbst wenn sich das Wachstum stärker abschwächen sollte, als wir annehmen – vielleicht weil Europa einen umfassenderen Verzicht auf russische Energie beschliesst, was im weiteren Jahresverlauf Rezessionen in Deutschland und anderswo auslöst –, gibt es keinen Grund, danach nicht mit einem Aufschwung zu rechnen (vorausgesetzt, der Konflikt eskaliert nicht). Wir gehen davon aus, dass die Trendinflation höher, aber deutlich unter der derzeitigen Gesamtinflation liegen wird, und zwar in einer Grössenordnung, welche die Realwirtschaft und die Rentabilität der Unternehmen kaum beeinträchtigen dürfte.

Sollte es tatsächlich zu einer weiteren Stagflation kommen, sähen sich Vermögensverwalter einem besonders schwierigen Klima ausgesetzt. Ein schwaches Wachstum schadet der Rentabilität und den Aktienkursen von Unternehmen, während eine hohe Inflation die Zinsen und Anleihen (und auch Aktien) belastet. In herkömmlichen Wertpapierportfolios würden sich dabei nur wenige Zufluchtsorte finden.

NORMALISIERUNG DER ZINSPOLITIK

Die bedeutenden westlichen Zentralbanken haben sich etwas verspätet ebenfalls unserer Sicht angeschlossen. Die derzeitigen für einen Notstand angebrachten Zinssätze sind schlichtweg nicht notwendig und vergrössern aller Wahrscheinlichkeit nach den zugrunde liegenden Inflationsdruck. Die Kurve, der die Zentralbanken so weit hinterherhinken, ist nicht diejenige, die an den Geldmärkten aktuell erkennbar ist (die sie schliesslich teilweise kontrollieren). Vielmehr ist sie diejenige, die in den Geschichtsbüchern schmerzlich sichtbar sein könnte.

Für eine kurze Zeit nach Beginn der Invasion sah es zugegebenermassen so aus, als ob die Notwendigkeit, die Gesamtnachfrage zu dämpfen, an Dringlichkeit verlieren würde. Wie schon bemerkt, geht aus späteren Daten hervor, dass eine gewisse Dynamik besteht. Insbesondere sind die Arbeitsmärkte angespannter als von den Zentralbanken erwartet.

ABBILDUNG 2: ROHÖLPREISE

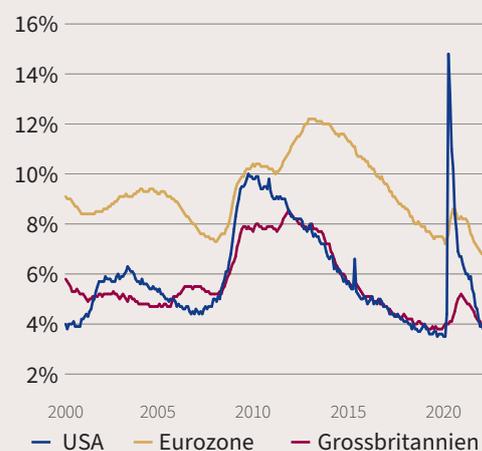
Nominale (USD pro Barrel) und reale (Preise von 2022, indexiert), WTI



Quelle: Bloomberg, EIA, FRED, Rothschild & Co
Hinweis: jährliche Daten 1870 bis 1945, monatliche Daten ab Januar 1946 bis März 2022

ABBILDUNG 3: ARBEITSLOSENQUOTEN

AKE-Basis, in %



Quelle: Datastream, Rothschild & Co

Die Federal Reserve scheint bereit zu sein, das Tempo ihrer Zinsanhebungen zu beschleunigen, vielleicht in Schritten von einem halben Prozentpunkt statt einem Viertel. Die Geldmarktkurve zeigt nun, dass die US-Zinsen 2023 einen Höchststand von über 3% erreichen werden. Dies ist nur gemessen an den bemerkenswerten Standards der letzten zwei Jahrzehnte ein «hoher» Zinssatz, der sich inflationsbereinigt wahrscheinlich noch immer auf der niedrigen Seite der Normalität bewegt.

Selbst die Europäische Zentralbank hat inzwischen öffentlich eingeräumt, dass die Zinsen in der Eurozone höher sein sollten. Daher halten wir Zinsanhebungen ab Juli für wahrscheinlich (und die Schweizerische Nationalbank wird zu gegebener Zeit folgen, sofern der Franken nicht noch stärker wird). Die Bank of England, die im Dezember als erste der drei grossen Banken den Schritt zurück wagte, scheint im Hinblick auf die Frage, wie weit die erforderliche Straffung gehen sollte, nun besonders unentschlossen zu sein. Doch auch in Grossbritannien dürften die Zinsen für den Rest des Jahres steigen.

Ein Grossteil der voraussichtlichen Normalisierung der Zinssätze ist in den Geld- und Anleihenmärkten nun eingepreist. Anleihen verzeichneten seit Jahresbeginn eine (für ihre Verhältnisse) lebhaftere Entwicklung. Nun aber ist die Art von anhaltendem Inflationsrisiko (fast) eingepreist, von dem wir ausgingen: Die zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten liegen in den USA, in Deutschland und Grossbritannien (hier nach Anpassung der impliziten Einzelhandelspreisindex (EPI) an den KPI) nun fast bei 3%.

Auch die realen Renditen sind gestiegen, weshalb die Kurse vieler inflationsgebundener Anleihen gesunken sind (wenngleich weniger stark als die von herkömmlichen Anleihen). Sie sind immer noch sehr niedrig: In Deutschland und in Grossbritannien liegen sie hartnäckig im negativen Bereich und in den USA nahe bei null. Hier ist der Spielraum nun möglicherweise am grössten.

Nachdem die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik Anfang der 1980er Jahre wiederhergestellt war, bewegten sich die Realzinsen rasch von deutlich im negativen Bereich in den positiven Bereich. Die Glaubwürdigkeit ist heute weniger stark bedroht und die Anpassung der realen Renditen und Zinsen dürfte ebenfalls geringer ausfallen. An den Märkten mit ihren derzeit hohen Bewertungen könnte dies dennoch für Unruhe sorgen, und zwar nicht nur bei Anleihen.

Natürlich weiss niemand mit Gewissheit, wie hoch die Zinsen steigen werden (ganz sicher auch nicht die Zentralbanken selbst). Ausgehend von den aktuellen Konjunkturaussichten ist unseres Erachtens jedoch ein deutlicher Anstieg gegenüber dem jüngsten Niveau erforderlich, um die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik aufrechtzuerhalten und sicherzustellen, dass die Inflation tatsächlich im Bereich von 2% bis 4% bleibt und nicht noch höher steigt. Unsere besten Schätzungen für «fair bewertete» Renditen von zehnjährigen US-Treasuries, deutschen Bundesanleihen und britischen Gilts liegen jedoch deutlich über dem heutigen Marktniveau. Uns ist allerdings auch bewusst, dass die Entwicklung dorthin nicht unbedingt geradlinig verlaufen wird.

Niedrige Zinsen und aufgeblähte Zentralbankbilanzen sind nicht die einzigen geldpolitischen Faktoren, die korrigiert werden müssen. Auch die Fiskalpolitik kommt hier ins Spiel – aber hier ist, ohne dass viel darüber berichtet wird, der Normalisierungsprozess bereits in vollem Gange.

Die Haushaltsdefizite in den USA und Europa sind schneller gesunken, als die offiziellen Prognosen erwarten liessen (auch dies wird unsere regelmässigen Leserinnen und Leser nicht überraschen), da sich die Wirtschaft erholt hat und einige Steuersätze angehoben wurden. Daraus ergibt sich eine erhebliche kumulative Wirkung: Die Schuldenquoten im Verhältnis zum BIP werden niedriger sein als befürchtet (Abbildung 4).

Die Verbesserung der öffentlichen Finanzen ändert (unserer Ansicht nach) nichts an den Argumenten für höhere Zinssätze: Sie sind grösstenteils eine wirtschaftliche Wirkung, keine Ursache. Dies bedeutet jedoch, dass die Regierungen bei der nächsten Rezession (oder Wahl – wenn Sie dies für zynisch halten, denken Sie daran, dass sich die britische Regierung bereits verpflichtet hat, die Einkommenssteuersätze ab 2024 zu senken) etwas mehr Spielraum haben könnten.

FAZIT

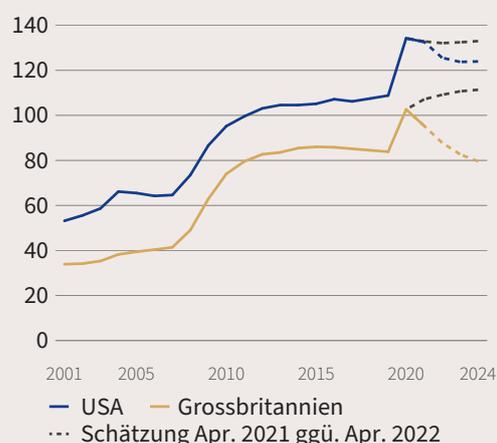
Aktien sind normalerweise volatil, Anleihen nicht. Deshalb ist es bemerkenswert, dass sowohl Aktien als auch Anleihen 2022 bisher um einen zweistelligen Betrag im Minus liegen (Abbildung 5).

Nach dem kräftigen Ausverkauf sind Anleihen nicht mehr so teuer wie zuvor und sie steigen innerhalb eines Zyklus möglicherweise nicht wieder geradlinig auf ein «normales» Niveau an. Dennoch sind die realen Renditen noch immer niedrig, und wir halten es für unwahrscheinlich, dass Anleihen auf lange Sicht Renditen über der Inflation erzielen können.

Aktien scheinen daher immer noch mehr Wertpotenzial zu bieten, mit voraussichtlichen globalen Renditen, die über der erwarteten Inflation von 2% bis 4% liegen. Sie sind jedoch zumindest aus taktischer Sicht auch anfällig gegenüber den steigenden Zinsen. Das Wachstum ist zwar nicht besonders gefährdet, schwächt sich aber aufgrund der geopolitischen Spannungen ab. Die steigenden Zinsen verstärken dieses zyklische Risiko und untergraben die Bewertungen. Am Tag der Invasion sprachen wir uns dafür aus, die Gewichtung von Aktien zu reduzieren, als die Märkte fielen – eine Position, die wir uns in letzter Zeit nicht wiedergefunden haben (wenn überhaupt jemals).

ABBILDUNG 4: VERHÄLTNISS STAATSVerschULDUNG/BIP

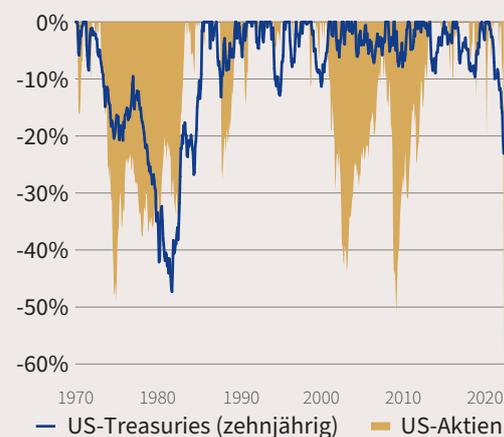
IWF-Prognosen: in % des BIP



Quelle: IMF, Rothschild & Co

ABBILDUNG 5: RÜCKGANG VON HÖCHSTSTÄNDEN

Kursverluste bei globalen Aktien und Anleihen (real, USD, in %)



Source: Bloomberg, Rothschild & Co



Vor diesem Hintergrund bietet die kurzfristige nominale Stabilität von liquiden Mitteln mehr Vorteile als sonst. Selbst bei den heutigen Inflationsraten sind die Konsumentenpreise weniger volatil als Anleihen und Aktien. Gold kann natürlich als Zufluchtswert ebenfalls eine Rolle spielen, ist aber kurzfristig volatil und gerät oft unter Druck, wenn die Realzinsen steigen.

Bei den Währungen ist die jüngste Stärke des US-Dollar weder überraschend noch abwegig. Ein Mix aus hohen globalen Anlagerisiken und einem von den USA angeführten Zinszyklus ist ein klassischer Hintergrund für den «Dollar Smile». Der US-Dollar muss jedoch noch deutlich aus den jüngsten Handelsspannen gegenüber dem Euro oder dem Pfund Sterling ausbrechen (gegenüber dem Yen hat er dies bereits getan, aber die Kapitalmärkte Japans verhalten sich häufig anders – und das nicht in einer nützlichen, vorhersagbaren Weise). Im Allgemeinen halten sich die Devisenmärkte im Vergleich zu Aktien und (vor allem) Anleihen stabiler als sonst.

Selbst unter normalen Umständen empfehlen wir höchst selten signifikante Handelspositionen an den Devisenmärkten. Zu einer Aussage sind wir jedoch bereit: Der US-Dollar wird auf absehbare Zeit die wichtigste Reservewährung bleiben. Die chinesische Währung wird weiter an Bedeutung gewinnen, aber die erneut geäußerte Überzeugung, dass sie den US-Dollar bald verdrängen wird, ist verfehlt. Um das zu sehen, braucht es keine Kristallkugel, sondern lediglich einfache Logik.

Weist ein Land einen strukturellen Zahlungsbilanzüberschuss auf, häuft es ständig Nettoforderungen gegenüber dem Rest der Welt an. Wenn seine Kapitalbilanz kontrolliert wird, besteht keine einfache Möglichkeit, diese Forderungen abzubauen.

Angenommen, der Rest der Welt wollte den Renminbi zu seiner Reservewährung machen: Wie sollte er dann genug davon bekommen?

Rohstoffe und Inflation

Der Krieg in der Ukraine hat die Rohstoffpreise und damit auch die Konsumentenpreise in die Höhe getrieben. Die Erinnerung an vergleichbare Situationen in der Vergangenheit sorgt für Beunruhigung: Die grosse Inflationsschwelle, die in den 1970er und frühen 1980er Jahren so viel Schaden anrichtete, ging ebenfalls mit Konflikten (arabisch-israelischer und iranisch-irakischer Krieg) und einem Anstieg der Ölpreise einher. Wird sich die Inflationsgeschichte nun wiederholen?

Wir sind der Ansicht, dass das Inflationsrisiko so hoch ist wie schon lange nicht mehr, aber nicht nur – oder sogar vor allem – aus diesem Grund. Die Inflation kann auch aus anderen Gründen steigen, und höhere Rohstoffpreise allein könnten höchstwahrscheinlich keinen solchen Anstieg bewirken. Nach dem Zweiten Weltkrieg gab es mehrere Phasen, in denen die Rohstoffpreise – in einigen Fällen aufgrund von Konflikten – stiegen, ohne dass dies jedoch zu einem anhaltenden Anstieg der allgemeinen Inflation führte. Die höheren Rohstoffpreise hatten vor allem eine Veränderung der relativen Preise zur Folge, die sich später häufig wieder umkehrte.

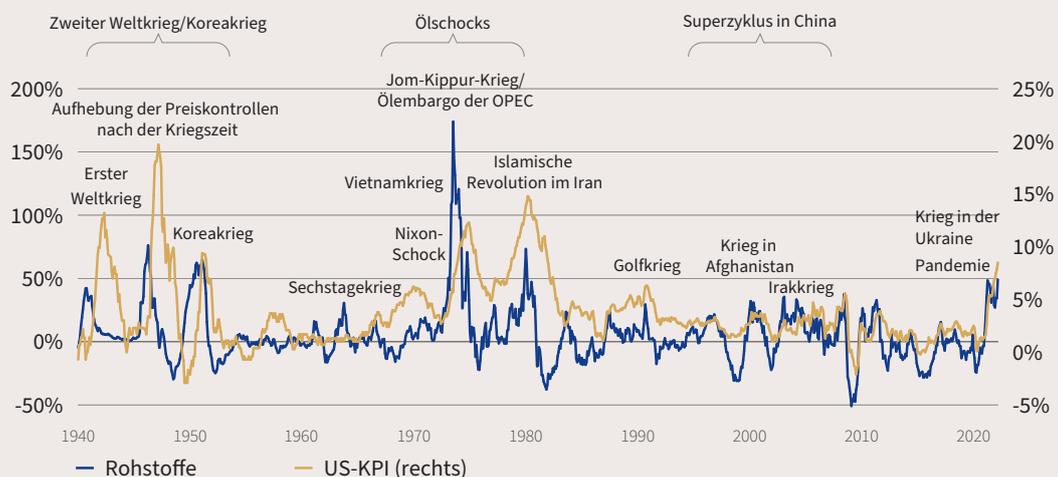
Öl ist zwar immer noch der wichtigste Rohstoff, aber seine Bedeutung hat im Laufe der Zeit abgenommen. So ist die Energieintensität der US-Wirtschaft zum Beispiel in den letzten 50 Jahren um zwei Drittel gesunken.

Rohstoffe weisen einen eindeutigen Zusammenhang mit der Inflation auf: Ihre Preise spiegeln Veränderungen in der Wirtschaftstätigkeit schnell wider und sie werden weithin genutzt. Lebensmittel und Energie sind die volatilsten Bestandteile der Konsumentenpreisindizes und machen in den USA direkt gesehen ein Fünftel des Warenkorb aus (33% in der Eurozone und 18% in Grossbritannien). Indirekt werden sie auch als höhere Produktionskosten für Hersteller, Verarbeiter und Händler in anderen Sektoren spürbar.

Rohstoffe waren historisch gesehen anfällig gegenüber starken Konjunkturschwankungen. Ihre Preise reagieren schnell auf kurzfristige Versorgungsengpässe. Das Angebot steigt, wenn die Nachfrage nachlässt, was zu einer Überschwemmung des Marktes führt. Nur wenige Rohstoffe sind dauerhaft knapp – und selbst bei denjenigen, bei denen dies der Fall ist, wie Gold, können die Preise sowohl fallen als auch steigen.

ABBILDUNG 6: KONFLIKTE, ROHSTOFFE UND INFLATION

Rohstoffpreise (USD) und US-KPI (in %, im Jahresvergleich)



Quelle: Rothschild & Co

Konflikte führten in der Vergangenheit häufig zu Versorgungsengpässen. So stiegen die Rohstoffpreise während des Zweiten Weltkriegs, des Koreakriegs, der arabisch-israelischen Kriegs und des Iran-Irak-Kriegs, während des irakischen Überfalls auf Kuwait und natürlich auch jetzt wieder. Nur auf die beiden Phasen in den 1970er Jahren folgte jedoch eine anhaltende über dem Trend liegende Inflation (Abbildung 6).

Der Vietnamkrieg war Teil des Inflationssturms, der in den späten 1960er und frühen 1970er Jahren aufzog. Seine Auswirkungen auf die Rohstoffpreise waren jedoch geringer. Im neuen Jahrtausend kam es dann zu einem ausgeprägteren Anstieg der Rohstoffpreise – dem «Superzyklus» der 2000er Jahre. Dieser hatte jedoch keine umfassenderen Auswirkungen auf die Inflation.

Russland ist nicht nur für die weltweite Energieversorgung von zentraler Bedeutung, sondern auch als Lieferant wichtiger Rohstoffe, darunter Metalle wie Nickel und Aluminium sowie Getreide und Düngemittel. Die Ukraine ist ein wichtiger Getreideexporteur. Da ein Ende des Konflikts nicht in Sicht ist und die Sanktionen des Westens wohl noch eine Weile andauern dürften, drohen Engpässe bei allen möglichen Produkten von Autobatterien bis hin zu Weizen.

Doch die Engpässe werden möglicherweise nicht von Dauer sein. Russland benötigt wichtige Importgüter und wird versuchen, in Asien Käufer für sein Öl und sein Gas zu finden. Darüber hinaus gibt es andere Lieferanten und einige Ersatzprodukte, selbst (irgendwann) für russisches Gas. Schon jetzt wird an der langfristigen Neuausrichtung der europäischen Energieversorgung weg von Russland und Pipelinegas hin zu anderen Lieferanten, flüssigem Erdgas und vielleicht sogar anorganischen Energiequellen gearbeitet. Ein zweiter, noch dramatischerer Preisanstieg ist nicht auszuschliessen, wenn Europa beschliesst, früher zu handeln. Wie lange dieser anhält, ist fraglich.

Sollte es zu einem weiteren Anstieg kommen, ist die besondere Konstellation der Faktoren, die zur Inflation der 1970er Jahre führten, (unserer Ansicht nach) nicht mehr gegeben. Die Arbeitsbeziehungen haben sich gewandelt, die Produktion ist weniger greifbar (und damit weniger metall- und energieintensiv) und das Einkommensniveau ist höher (wodurch sich die wirtschaftliche Bedeutung von Agrarrohstoffen verringert). Trotz unserer oben wiederholten, oft geäußerten Bedenken wird sich die Geld- und Fiskalpolitik letztendlich als weniger locker erweisen (so denken und hoffen wir jedenfalls) als damals.

Längerfristig überlagert wird all dies durch die weltweit zunehmende Forderung, nachhaltiger zu produzieren und zu konsumieren. Kurzfristig verstärkt sich dadurch der Inflationsdruck, aber wenn das Ölzeitalter langsam vorbei geht (wie vielleicht auch das Metallzeitalter), wird die Nachfrage nachlassen und die realen Rohstoffpreise werden unter dauerhaften Abwärtsdruck geraten.

ABBILDUNG 7: ROHSTOFFPREISE: NOMINAL UND REAL

Indizes: US-Dollar und bereinigt um US-Inflation. 100 = 31/01/1940



Quelle: NBER, Bloomberg, Rothschild & Co

Hinweis: Die Daten für 1940–1960 sind aus dem Spot-Rohstoffindex des NBER und ab 1960 aus dem Spot-Rohstoffindex von Bloomberg abgeleitet.

Die längerfristigen Aussichten für die Rohstoffpreise sind also wahrscheinlich nach wie vor eher schwach. Die Knappheit wird oft überbewertet, und wir vermuten, dass die Rohstoffpreise die Konsumentenpreise nicht in die Höhe treiben, sondern wieder einmal hinterherhinken werden.

Die scheinbare Ursache und Wirkung, die heute bestehen, könnten also das Gegenteil von dem sein, was letztendlich geschehen wird. Wir gehen davon aus, dass die Inflation höher bleiben wird als während der letzten 25 Jahre, aber nicht wegen der Rohstoffe. Möglicherweise ist es schliesslich nicht der Ölpreis, der Druck auf die Reallöhne ausübt, sondern die steigenden Löhne lassen das Öl immer unwichtiger erscheinen.

Daraus folgt, dass wir Rohstoffe im Allgemeinen nicht als langfristige «Absicherung» gegen die Inflation ansehen würden, selbst wenn Anleger direkt in sie investieren könnten, wie es die Lehrbücher zur Vermögensallokation andeuten. Anleger, die vom Anstieg und Rückgang der Rohstoffpreise profitieren wollen, tun dies am besten indirekt über die Aktien der Unternehmen, die Rohstoffe abbauen und verarbeiten, sofern die Umweltbudgets dies zulassen.

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

WACHSTUM: GROSSE VOLKSWIRTSCHAFTEN

Optimismus der Unternehmen:
Standardabweichungen



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

G7 INFLATION

%, zum Vorjahr



Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

AKTIEN/ANLEIHEN - REL. RETURN-INDEX (%)



Quelle: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

AKTIEN/ANLEIHEN - REL. BEWERTUNGEN



Quelle: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE ANLEIHEN

Derz. Renditen, jüngste Renditen in Lokalwährung

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
10-J.-US-Treasury	2.8	-8.5	1.6
10-J.-US-Gilt	1.9	-6.7	-2.9
10-J.-Bundesanleihen	0.9	-8.8	-7.7
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	0.9	-7.6	-8.4
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.2	-0.9	-1.5
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	2.5	-6.5	1.4
Globale Anl.: Hochzins (USD)	7.3	-6.9	5.0
EM (USD)	6.2	-12.1	-2.1

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

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

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.0	-0.4	36.3
DM	1.9	2.1	40.1
EM	2.8	-16.9	11.2
US	1.4	1.6	51.3
Eurozone	2.7	-3.5	14.8
UK	3.9	15.4	13.6
Schweiz	2.5	9.5	30.0
Japan	2.4	2.0	27.6

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

SELECTED EXCHANGE RATES

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	113.7	7.6	4.7
Euro (EUR)	124.7	-5.1	1.0
Yen (JPY)	78.1	-13.2	-13.9
Pfund (GBP)	80.8	-0.4	2.7
Schweizer Franken (CHF)	172.4	4.6	11.7
Chin. Yuan (CNY)	146.5	7.7	9.0

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	308.0	53.7	66.8
Brent Rohöl (\$/b)	107.6	59.9	49.1
Gold (\$/oz.)	1,888.7	6.4	46.9
Industriemetalle (1991 = 100)	429.2	29.4	72.6
Impl. Aktienvolatilität (VIX,%)	30.0	73.6	135.6
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	128.7	113.5	160.5

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
30. April 2022.

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

Wichtige Informationen

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited lediglich zu Informations- und Marketingzwecken und nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers herausgegeben. Es darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden, sofern Rothschild & Co Wealth Management UK Limited dem nicht im Voraus ausdrücklich schriftlich zugestimmt hat. Dieses Dokument stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die künftige Wertentwicklung. Der Wert einer Kapitalanlage und die mit ihr erzielten Erträge können im Falle von Anlagen in Auslandswährungen aufgrund von Wechselkursänderungen steigen oder sinken. Investitionen in Schwellenmärkten können grösseren Risiken unterliegen. Bei Portfolios, die in Anlagen und andere festverzinsliche Wertpapiere investieren, können Zinsänderungen zu Wertverlusten führen. Hedgefonds setzen häufig Fremdkapital ein; die Aufnahme von Krediten zur Ertragssteigerung und andere spekulative Anlagepraktiken erhöhen das Risiko von Anlageverlusten.

Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert Rothschild & Co Wealth Management UK Limited weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut; ausgenommen sind Fälle von Betrug. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Handelt es sich bei der Datenquelle in dieser Präsentation um MSCI, sind wir verpflichtet Ihnen als Nutzungsbedingung Folgendes mitzuteilen: „Weder MSCI noch eine andere an der Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der MSCI-Daten beteiligte Partei leisten ausdrückliche oder indirekte Gewährleistungen oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die infolge ihrer Nutzung zu erzielenden Ergebnisse), und sämtliche Parteien lehnen hiermit ausdrücklich sämtliche Gewährleistungen in Bezug auf die Echtheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck dieser Daten ab. Unbeschadet des Vorstehenden übernehmen MSCI, die mit ihr verbundenen Unternehmen oder Dritte in Bezug auf die Zusammenstellung, Errechnung oder Erzeugung der Daten keinerlei Haftung für unmittelbare, mittelbare, besondere, Strafschadenersatz einschliessende, Folge- oder sonstige Schäden (einschliesslich entgangener Gewinne), auch dann nicht, wenn auf die Möglichkeit solcher Verluste hingewiesen wurde. Eine Verteilung oder Weiterverbreitung der Datens von MSCI ist ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI unzulässig.“

In Grossbritannien wird dieses Dokument von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited, in der Schweiz von Rothschild & Co Bank AG ausgegeben. In manchen Ländern kann die Ausgabe dieses Dokuments durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich zu informieren und alle einschlägigen rechtlichen und aufsichtsbehördlichen Bestimmungen einzuhalten. Im Zweifelsfall dürfen weder dieses Dokument noch Kopien davon in die USA versandt oder mitgenommen oder in den USA in Umlauf gebracht oder an eine US-Person ausgehändigt werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Hinweise auf Rothschild & Co beziehen sich auf jedes zum Konzern der Rothschild & Co Continuation Holdings AG gehörende Unternehmen, das unter dem Namen «Rothschild & Co» tätig ist, aber nicht notwendigerweise auf ein bestimmtes Rothschild & Co Unternehmen. Kein Unternehmen der Rothschild & Co Gruppe ausserhalb Grossbritanniens unterliegt dem britischen Financial Services and Markets Act aus dem Jahr 2000. Falls dennoch Dienstleistungen dieser Unternehmen angeboten werden, so gelten die britischen aufsichtsbehördlichen Schutzbestimmungen für Privatkunden nicht. Auch besteht kein Anspruch auf Entschädigung nach dem britischen Financial Service Compensation Scheme.

Zur Rothschild & Co Gruppe gehören unter anderem folgende Vermögensberatungsgesellschaften:

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Registriert in England unter der Nummer 04416252. Sitz der Gesellschaft: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority.

Rothschild & Co Bank International Limited. Sitz der Gesellschaft: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3BP. Lizenziert und beaufsichtigt von der Guernsey Financial Services Commission.

Rothschild & Co Bank AG. Sitz der Gesellschaft: Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, Schweiz. Zugelassen und beaufsichtigt von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.