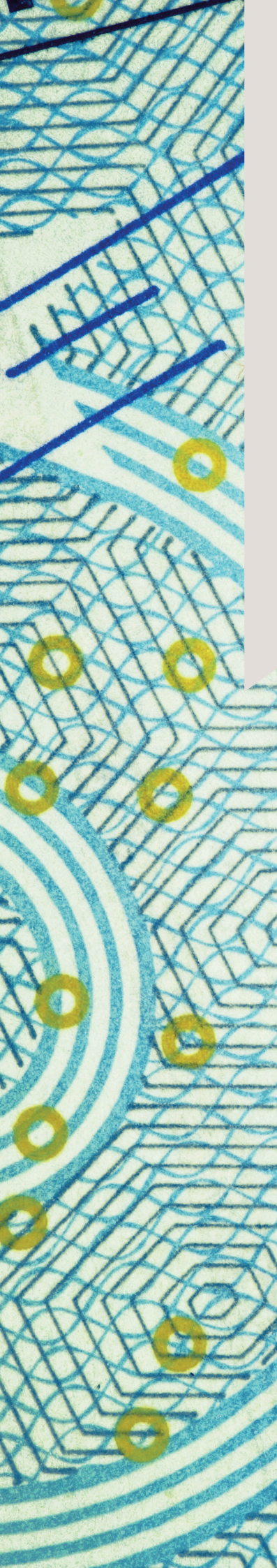




MARKTAUSBLICK | NOVEMBER 2023

Nachlassende Inflation *und* Wachstum



Vorwort

INHALT

- 3 Die Konjunktur zeigt sich auch weiterhin robust
- 6 Update zur Inflation
- 9 Wie Rezenzverzerrungen die Erwartungen für Zinsentwicklungen beeinflussen
- 12 Konsensmeinungen zu Makro-Entwicklungen – und wie man darauf reagieren sollte

Schreckliche Ereignisse können die globalen Märkte beeinflussen, müssen es aber nicht. Der Konjunkturzyklus hingegen wird mit Sicherheit reagieren.

Wenn die Welt plötzlich gefährlicher geworden ist, steigt die Attraktivität sicherer Anlagen. Sollte es zu einer Unterbrechung der Erdöllieferungen kommen, steht uns ein weiterer Versorgungsschock bevor.

Aber noch ist nicht klar, was die Krise im Nahen Osten ausser menschlichem Elend für uns alle mit sich bringt. Die einzige Gewissheit ist, dass niemand es weiss – nicht einmal die gelehrtesten Historiker und Militärstrategen. Bislang sind die Bewegungen bei Anleihen, Gold, Fluchtwährungen, Optionspreisen und das Abwärtspotenzial der Aktien unauffällig. Tatsächlich sind die Preise von Anleihen sogar gefallen.

Derweilen nimmt der Konjunkturzyklus seinen Lauf.

Die jüngsten Makrodaten zeichnen weiterhin ein Szenario nachlassender Inflation und robuster Wirtschaft. Wir halten einen stärkeren konjunkturellen Abschwung auch weiterhin weder für notwendig noch für wahrscheinlich.

Das spricht dafür, dass die Zinsen nicht mehr viel weiter steigen werden, aber auch, dass ein schneller Zinsrückgang nicht zu erwarten ist. Das «Plateau»-Profil, das wir schon seit geraumer Zeit erwarten, spiegelt sich in den Geld- und Anleihekurven zunehmend wider. Es lässt auch vermuten, dass die Rentabilität der Unternehmen gesund bleiben könnte.

Unserer Ansicht nach begünstigt dieses Wirtschaftsklima Aktien mehr als Anleihen, obwohl der Vergleich mittlerweile wohl knapper ausfällt als noch vor einigen Jahren: Anleihen sind nicht mehr teuer. Durch den Konflikt könnte sich das ändern, allerdings sehen wir bisher keine Anzeichen dafür.

Im Folgenden erläutern wir unsere Einschätzung der Entwicklung von Inflation und Zinssätzen. Darüber hinaus befassen wir uns mit dem Thema unserer jüngsten Investorenkonferenz: Warum vermitteln uns Konjunkturanalysen so verzerrte Erkenntnisse, und welche Alternativen gibt es für die Anleger?

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Globale Anlagestrategen

Bildquellen: 50-Euro-Schein, Detail
© Getty Images.

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:
November 2023.
Daten: alle Angaben per 27. Oktober
2023, Text per 31. Oktober 2023.

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

Die Konjunktur zeigt sich auch weiterhin robust

DIE VOLKSWIRTSCHAFTEN SIND NICHT EINGEBROCHEN

Während wir diesen Artikel schreiben, sieht es so aus, als ob die beiden grössten Volkswirtschaften der Welt im letzten Quartal im Jahresvergleich um rund 5% gewachsen sind. Das ist für China nicht überraschend, auch wenn die Immobilienkrise, das abrupte Management der Virussituation und die langsame Rückkehr des Trendwachstums in realistischere Dimensionen das Risiko von Enttäuschungen erhöht haben.

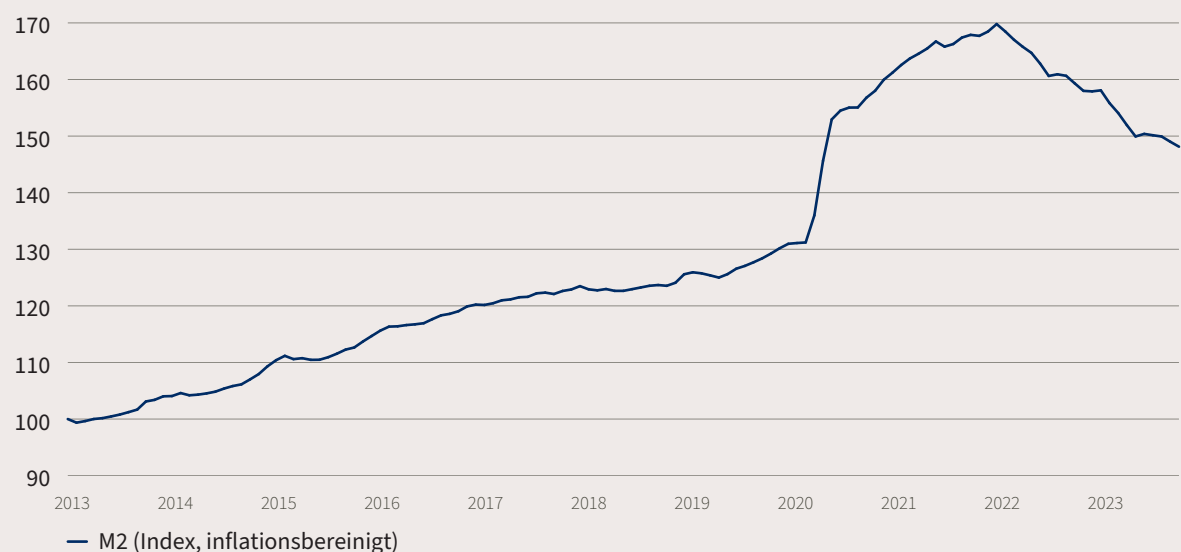
Im Falle der Vereinigten Staaten, die sich schon seit dem Frühjahr 2022 angeblich am Rande einer Rezession bewegen, ist dies jedoch überraschend. Dass sich die US-Wirtschaft stärker als erwartet entwickelt, ist nicht ungewöhnlich, jedoch das Ausmass schon.

Der Rest der Welt – insbesondere Europa – zeigt sich weniger robust. Die Eurozone und damit auch Deutschland befinden sich wahrscheinlich in einer technischen Rezession (definiert durch aufeinanderfolgende Quartale mit rückläufigem BIP). Der kumulierte Rückgang ist allerdings im Vergleich zu den dramatischeren Ankündigungen der letzten anderthalb Jahre gering.

Das Vereinigte Königreich konnte eine technische Rezession bisher vermeiden (wobei die Statistiker den Ausgangspunkt positiv revidiert haben – für unsere Leser und Leserinnen keine Überraschung), und das trotz der immer lauter werdenden Warnungen aus dem Lager der Pessimisten. Japan scheint, wie so oft in den letzten Jahren, schlechter abgeschnitten zu

ABBILDUNG 1: US-GELDMENGE IMMER NOCH MEHR ALS AUSREICHEND

100 = Januar 2013



Quellen: Datastream, Rothschild & Co

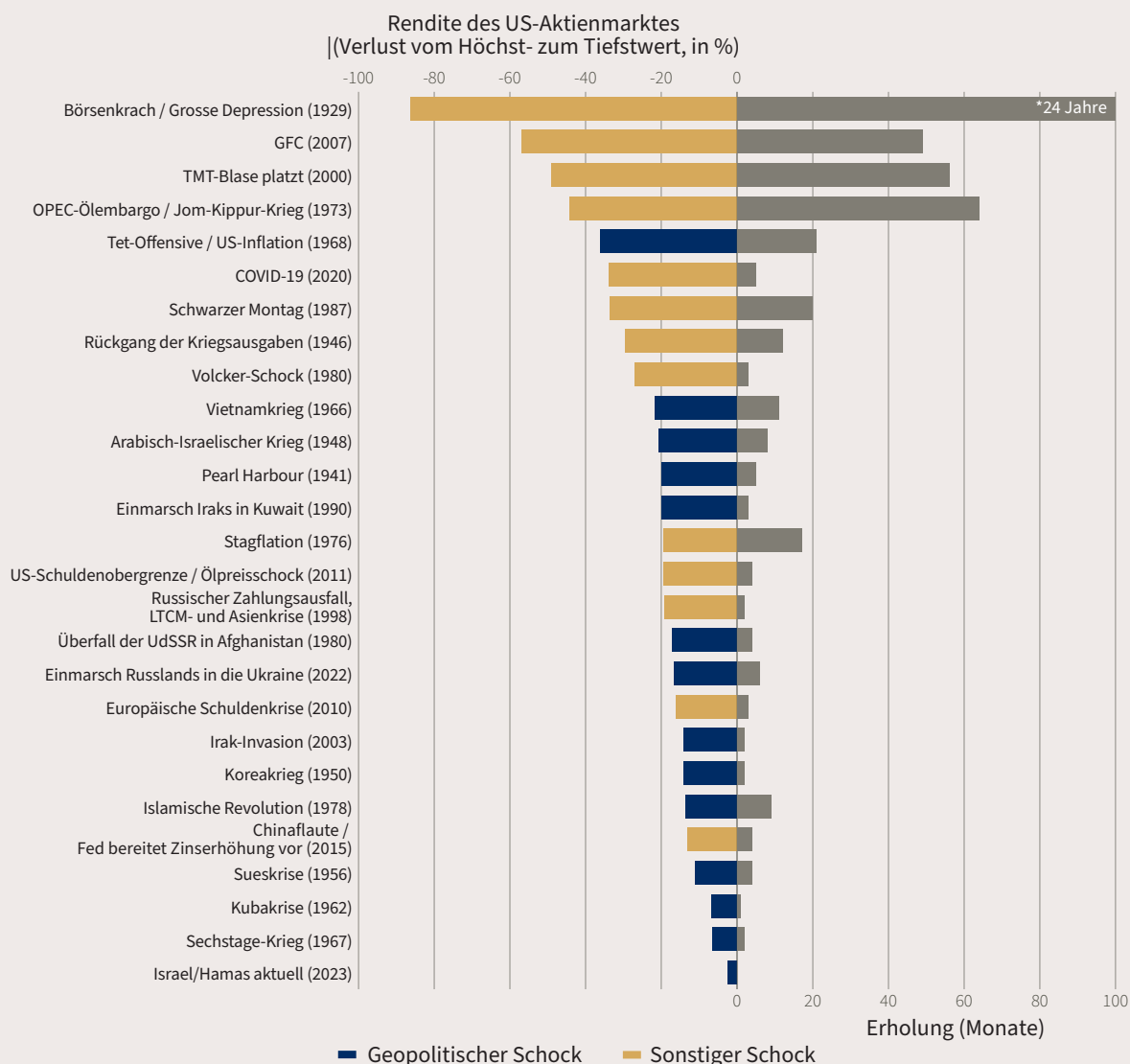
haben, nachdem das Wachstum im vorangegangenen Quartal um bemerkenswerte 6% (im Jahresvergleich) gestiegen war.

Nachdem die Weltwirtschaft bereits eineinhalb Jahre lang einem weithin prognostizierten Einbruch entgangen ist, könnte man meinen, dass sie für ihre Robustheit gelobt wird und die besser informierten Konsensmeinungen zu ausgewogeneren Prognosen führen.

Nach einem bemerkenswert starken Quartal folgt oft eine schwächere Phase, das ist fairerweise zu sagen. Die US-Wirtschaft könnte im vierten Quartal ein wenig nachlassen, so wie es die japanische Wirtschaft im dritten Quartal getan hat. Auch die Ereignisse im Nahen Osten stellen eine klare Bedrohung für die Energiekosten, die Investitionsausgaben der Unternehmen und die Portfolioinvestitionen dar.

Bislang deuten jedoch zukunftsgerichtete Indikatoren wie die weithin beachteten Einkaufsmanagerindizes, dabei insbesondere der richtungsweisende Index für das verarbeitende Gewerbe in den USA (ISM), weiterhin auf eine Abschwächung der Wirtschaft hin, nicht aber auf einen Zusammenbruch.

ABBILDUNG 2: RÜCKGANG DES US-AKTIENMARKTES NACH AUSGEWÄHLTEN EREIGNISSEN



Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co
Anmerkung: Die Aktienrenditen beziehen sich ausschliesslich auf die Preise (auf nominaler Basis).

Inzwischen steigen die Reallöhne auf beiden Seiten des Atlantiks wieder an. Die Spitzen bei den Energierechnungen und anderen Kosten aufgrund von Versorgungsengpässen sind abgeklungen. Die Nominallöhne steigen weiterhin schneller als üblich, allerdings nicht schnell genug, um das Gespenst der Lohn-Preis-Spirale aus den 1970er Jahren wiederaufleben zu lassen. In der Tat hat sich der US-Arbeitsmarkt bemerkenswert passiv verhalten, obwohl die Arbeitslosigkeit niedrig geblieben ist.

Zudem war dieser Zyklus nicht wie in den 2000er Jahren durch finanzielle Exzesse des Privatsektors gekennzeichnet. Es gibt keine wesentlichen Krisenherde, die beigelegt werden müssen. Für den Liquiditätsschub, der die nachfrageinduzierte Dimension der Inflation anheizte, war die Schaffung von Geld und nicht die Nachfrage nach Krediten verantwortlich. Der Rückgang der Geldmenge (M2) in den USA, der einige Monetaristen beunruhigt, muss vor dem Hintergrund ihres früheren Anstiegs betrachtet werden (Abbildung 1 auf Seite 4).

Hinsichtlich des geopolitischen Risikos haben wir schon mehrfach darauf hingewiesen, dass selbst die beunruhigendsten regionalen Konflikte den Welthandel, die Leitzinsen und die Aktienmärkte unbeeinflusst lassen können – wie Abbildung 2 zeigt. Das Worst-Case-Szenario von heute kann man sich nur allzu leicht vorstellen, allerdings gibt es auch weniger dramatische Szenarien, die in Betracht kommen.

Die Auswirkungen der höheren Zinsen müssen erst noch voll zum Tragen kommen. Schon aus diesem Grund wären wir noch nicht über den zyklischen Berg, selbst wenn wir die geopolitischen Faktoren irgendwie ausschliessen könnten. Aber es ist denkbar, dass sowohl die Geschichte als auch die Lehrbücher die wahrscheinlichen Auswirkungen der Geldpolitik überbewerten.

Zugegeben – wir haben mit US-Leitzinsen, die innerhalb von achtzehn Monaten um fünf Prozentpunkte gestiegen sind, die dramatischste Straffung seit den 1970er Jahren hinter uns. Dabei war die geldpolitische Ausgangsbasis sehr locker (die nominalen Zinssätze bewegten sich auf einem Rekordtief, die nominale Geldmenge M2 ist um ein Drittel gestiegen), und die realen Zinssätze sind selbst im Nachhinein nicht hoch. Auch die Umsetzung der Leitzinsen auf Hypotheken und Unternehmenskredite kann sich langsam und unvollständig vollziehen.

Es würde uns nicht überraschen, wenn es der Weltwirtschaft gelingen würde, sich auch in dieser Episode – wie schon so oft in anderen Situationen – ‘durchzumogeln’. Die Volkswirtschaften müssen an dieser Stelle nicht den Rückwärtsgang einlegen, um die Inflation zu senken, sondern benötigen nur mehr freie Kapazitäten. Ein solches Ergebnis, nämlich, nachlassende Inflation ohne Konjunkturlaute, wäre für die Portfolios durchaus vorteilhaft.

Denken Sie aber auch an unsere Zentralbanken, die sich in einer misslichen Lage befinden. Wenn die Verzögerungen, die für die Übertragung der Geldpolitik charakteristisch sind, so ‘lang und flexibel’ sind, dass die Weltwirtschaft nach fast zwei Jahren immer noch unbeeindruckt scheint, kann dann diese Politik, selbst wenn sie vernünftig umgesetzt wird, ihren Zweck erfüllen?

Eigentlich sollte die Suche nach einer überzeugenderen Geldpolitik jetzt beginnen. Die Antwort auf die heutigen geldpolitischen Probleme ist sicherlich nicht eine aktivere Fiskalpolitik.

Es würde uns nicht überraschen, wenn es der Weltwirtschaft gelänge, sich in dieser Episode, wie schon so oft in anderen Situationen, ‘durchzumogeln’.



Update zur Inflation

Die Gesamtinflationsraten in den Industrieländern sind seit unserer letzten Ausgabe der *Marktperspektive* weithin zurückgegangen und haben sich seit ihrem Höchststand mehr als halbiert (Abbildung 3). Auch die Kerninflationsraten, bei denen die volatileren Lebensmittel- und Energiekomponenten nicht berücksichtigt werden, geben allmählich nach.

Die jüngsten Entwicklungen in den vier Hauptkategorien des Verbraucherpreisindex (VPI) – Nahrungsmittel, Energie, Waren und Dienstleistungen – waren grösstenteils vielversprechend.

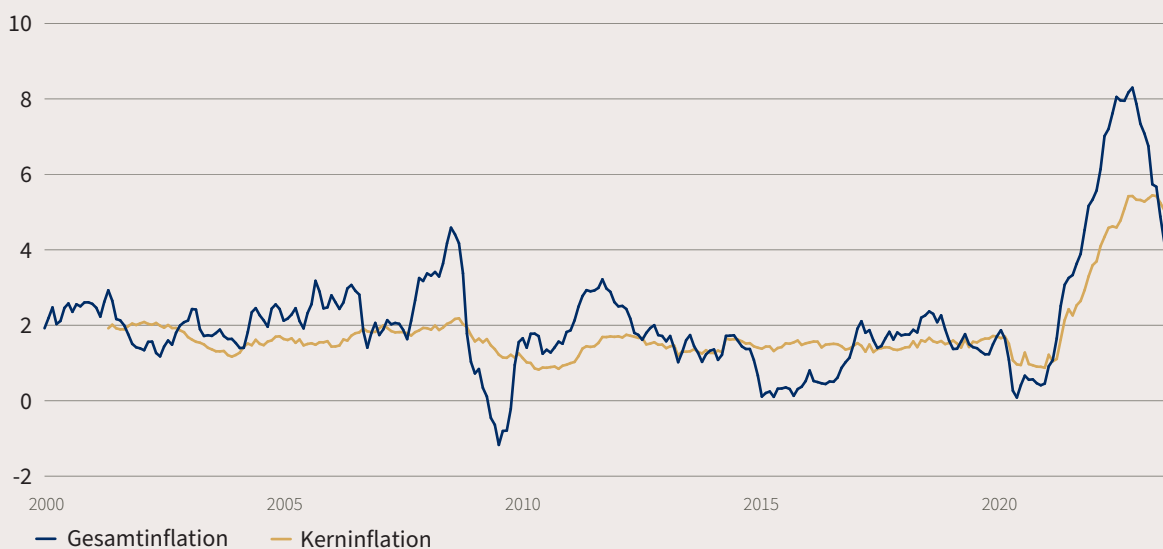
VPI FÜR NAHRUNGSMITTEL UND ENERGIE

Zunächst einmal sind sowohl die Lebensmittel- als auch die energiebezogene VPI-Inflation im Laufe dieses Jahres deutlich zurückgegangen, wobei sich letztere in den USA und in Europa im *deflationären* Bereich bewegt, d. h. die Preise steigen nicht nur langsamer, sondern sind sogar rückläufig.

Die Energiepreise sind allerdings in den letzten Monaten wieder gestiegen. Die Ölpreise haben sich seit ihrem diesjährigen Tief um etwa ein Viertel erhöht, während sich die europäischen Grosshandelspreise für Erdgas seit Juni mehr als verdoppelt haben. Die Ereignisse im Nahen Osten haben die Preise zwar etwas in die Höhe getrieben, es wurden jedoch noch keine neuen Höchststände erreicht – auch nicht einmal eine Annäherung. Stattdessen liegen die Ölpreise derzeit 30% unter ihrem Höchststand des Vorjahres, während die Erdgaspreise um 85% unter ihrem Höchststand notieren (Abbildung 4). Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass die staatlich festgelegten Energiepreisobergrenzen in Europa, die die Preise für viele Verbraucher bestimmen, im Winter sinken dürften.

ABBILDUNG 3: INFLATIONS RATEN DER INDUSTRIELÄNDER

Im Vergleich zum Vorjahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

Anmerkung: Die Datenreihe für die Industrieländer ist ein BIP-gewichteter Durchschnitt der Daten aus den USA, Kanada, dem Vereinigten Königreich, der Eurozone, der Schweiz, Dänemark, Norwegen, Australien, Japan, Neuseeland und Singapur.

Unterdessen sind die Lebensmittelpreise im Grosshandel weiter gesunken, und der Welternährungspreisindex der Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der Vereinten Nationen liegt nun etwa ein Viertel unter dem Höchststand von März 2022. Es besteht in der Regel eine starke, wenn auch verzögerte Korrelation zwischen den Veränderungen der Grosshandelspreise für Lebensmittel und den Preisen in den Supermarktregalen, in die auch die Kosten von Verarbeitung, Transport und sonstige Kosten einfließen. In den USA ist der Preisauftrieb bei Lebensmitteln jedoch seit einiger Zeit rückläufig und hat auch in Europa seinen Höchstwert erreicht (Abbildung 5). Dieser Abwärtstrend dürfte sich angesichts der Entwicklung der Grosshandelspreise im weiteren Verlauf dieses Jahres fortsetzen.

VERBRAUCHERPREISINDEX FÜR WAREN

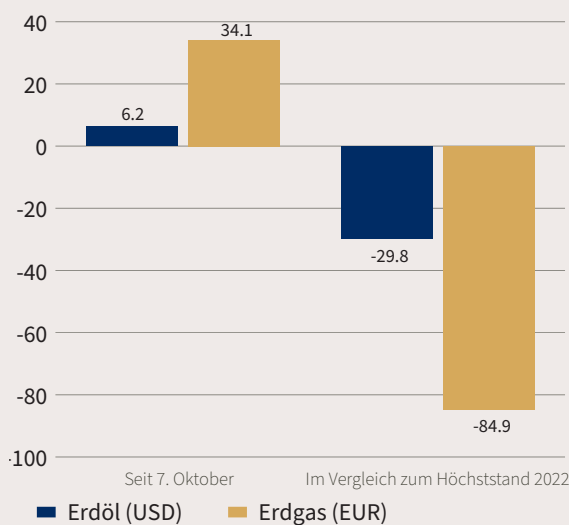
Auch die güterbezogene VPI-Inflation hat sich auf beiden Seiten des Atlantiks abgekühlt, da sich die Bedingungen in der Lieferkette nach der Lockerung der COVID-Beschränkungen in China Ende letzten Jahres erheblich entspannt haben. Natürlich sind weitere Unterbrechungen der globalen Lieferketten möglich, insbesondere vor dem Hintergrund einer angespannten geopolitischen Lage. Solange die Auswirkungen jedoch weitgehend regional begrenzt bleiben und China – die zentrale Drehscheibe des globalen Produktionsnetzwerks – weiterhin offen für Geschäfte ist und sich die Handelsspannungen zwischen den USA und China nicht verschärfen, werden die Auswirkungen wahrscheinlich nicht so gravierend sein.

VERBRAUCHERPREISINDEX FÜR DIENSTLEISTUNGEN

Die VPI-Inflation im Dienstleistungssektor erwies sich als die hartnäckigste Komponente der Inflationsgleichung und ist aufgrund ihrer höheren Gewichtung wohl auch die wichtigste. In den USA sowie in Europa hat sie vor dem Hintergrund eines hohen Wachstums der Nominallöhne möglicherweise nur einen vorläufigen Höchstwert erreicht. In der letzten Zeit haben sich die realen (inflationsbereinigten) Lohnsteigerungsraten positiv entwickelt, sodass das Lohnwachstum nun die Gesamtinflation übertrifft. Wir bezweifeln jedoch, dass diese Zuwächse die Lohnstückkosten – d. h. die produktivitätsbereinigten Löhne und Gehälter – in den Bereich der Inflation treiben werden, und halten die Wahrscheinlichkeit einer besorgniserregenden Lohn-Preis-Spirale im Stil der 1970er Jahre für äusserst gering.

ABBILDUNG 4: ENERGIEPREISE

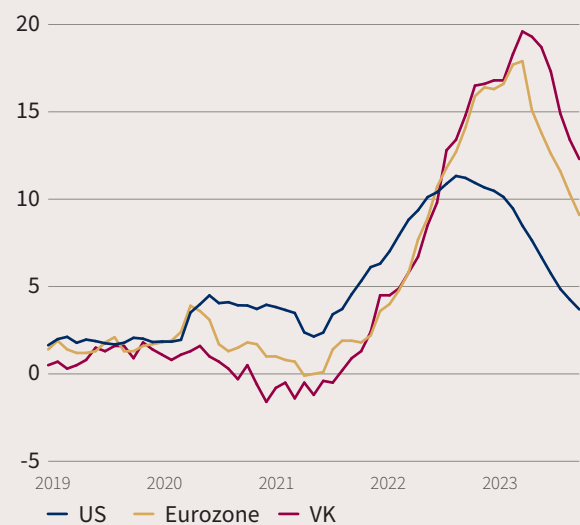
Preisänderung (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

ABBILDUNG 5: VERBRAUCHERPREISINFLATION FÜR LEBENSMITTEL

Im Vergleich zum Vorjahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, US Bureau for Labor Statistics, Eurostat, UK Office for National Statistics

Innerhalb des Dienstleistungssektors ist es erwähnenswert, dass die Inflation der Wohnkosten in den USA, ein Mass für die Kosten von Wohnen im Eigenheim und Mieten, die Gesamtinflationsrate in den USA am stärksten beeinflusst. Bei Nichtberücksichtigung der Wohnkosten hat die Inflation in den USA bereits wieder das Ziel von 2% erreicht (Abbildung 6). Diese Komponente macht mehr als ein Drittel des gesamten VPI-Warenkorbs aus und ist nach wie vor hoch, da sich die gesunkenen Preise für Eigenheime noch nicht auf die VPI-Metrik ausgewirkt haben (die Verzögerung liegt in der Regel bei 12 Monaten). In Anbetracht der Tatsache, dass sich der Anstieg der Preise für privat genutzte Immobilien und Mieten in den letzten achtzehn Monaten verlangsamt hat, dürfte auch die Inflation für Wohnen in den USA in den kommenden Monaten deutlicher nachlassen.

FAZIT

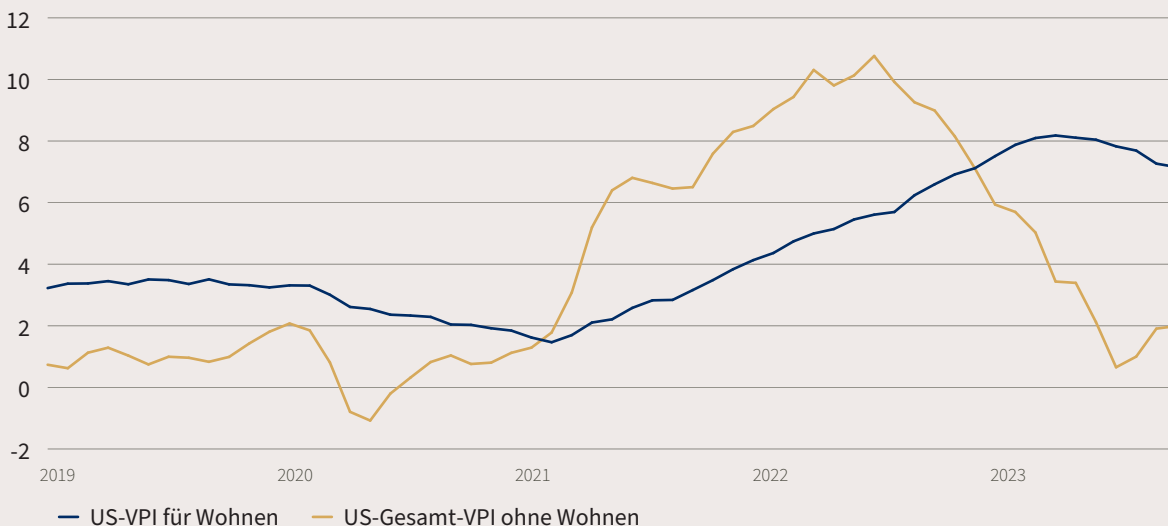
Die Kerninflationsraten dürften sich im weiteren Verlauf dieses Jahres und bis ins Jahr 2024 hinein weiter abschwächen, wobei die Leitzinsen angesichts des teilweisen Wiederanstiegs der Energiepreise wieder etwas unter Druck geraten könnten. Wir sind weiterhin der Ansicht, dass sich die Kern- und Gesamtinflation sowohl in den USA als auch in Europa mittelfristig in einem Bereich von 2 bis 4% über dem Zielwert einpendeln werden. Das Lohnwachstum sollte erhöht bleiben – aber nicht eskalieren.

Die Kerninflationsraten dürften sich im weiteren Verlauf dieses Jahres und bis ins Jahr 2024 hinein weiter abschwächen, wobei die Leitzinsen angesichts des teilweisen Wiederanstiegs der Energiepreise wieder etwas unter Druck geraten könnten.



ABBILDUNG 6: DYNAMIK DER US-INFLATION FÜR WOHNEN

Im Vorjahresvergleich (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, US Bureau for Labor Statistics



Wie Rezenzverzerrungen die Erwartungen für Zinsentwicklungen beeinflussen

Wir alle haben intellektuelle und verhaltensbezogene Voreinstellungen¹, die uns unbewusst dabei helfen, Dinge zu rationalisieren und zu erklären. Wir können uns dabei in erster Linie auf Informationen verlassen, die unsere eigenen früheren Überzeugungen bestätigen, oder wir können ein gleichzeitiges Eintreffen nichtzusammenhängender und komplexer Ereignisse in einem zwar durchaus plausiblen, jedoch falschen Erklärungsstrang zusammenfassen.

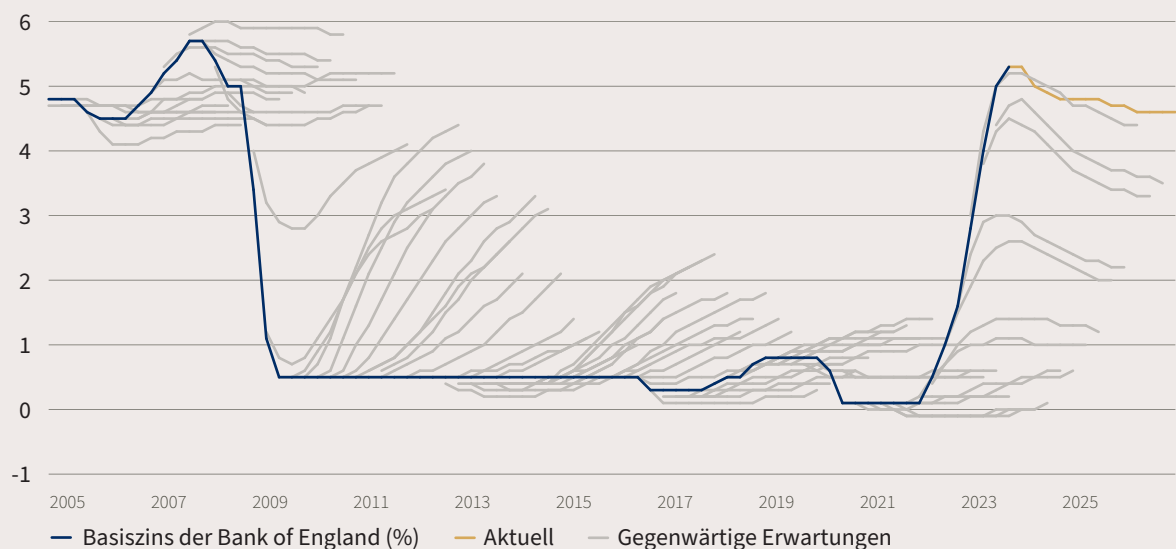
Solche Voreinstellungen prägen auch unsere Wahrnehmungen von wirtschaftlichen Gegebenheiten – und möglicherweise unsere Investitionsentscheidungen. Als Analysten müssen wir uns vor diesen verzerrten Wahrnehmungen hüten und Objektivität bewahren.

Ein aktuell wichtiger Bereich, in dem Verzerrungen oder Voreinstellungen eine Rolle spielen, ist unsere Wahrnehmung von Inflation und Zinssätzen. Erfahrungen aus jüngster Vergangenheit können die Erwartungen für die Zukunft stark beeinflussen. Dieses Phänomen der Rezenzverzerrung führt bei uns zu der Annahme, dass künftige Ereignisse denen aus jüngster Geschichte ähneln werden. Im Jahr 2021 hätte es uns zum Beispiel zu der Annahme verleiten

¹ 'Uncovering behavioural biases when investing', Rothschild and Co Wealth Management, 11. Oktober 2023

ABBILDUNG 7: ZINSErwArTUNGEN – EIN FALL VON «WAHRNEHMUNGSVERZERRUNGEN»?

Leitzins im Vereinten Königreich und marktimplizierte Leitzinsen (3-Monats-OIS)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Bank of England

können, dass eine Inflationsrate, die dem Zielwert genau entspricht oder darunter liegt, typisch ist. Das Gleiche hätten wir vielleicht auch über Zinssätze nahe Null oder sogar Negativzinsen gesagt.

Geldpolitische Entscheidungsträger sind möglicherweise nicht immer gegen solche vorgefassten Meinungen gefeit. In vielen ihrer Reden und Artikel scheinen sie eine relativ nahe Vergangenheit extrapoliert und in die Zukunft projiziert zu haben.

Eine solche verzerrte Wahrnehmung lässt sich deutlich an der Entwicklung der in die Zinskurve eingebetteten Erwartungen ablesen (Abbildung 7). Das 'Stachelschwein'-Diagramm zeigt, wie sich diese Erwartungen immer weiter von den damaligen Niveaus entfernten – zunächst nach unten, danach wird über mehrere Jahre hinweg ein erhebliches Anstiegsrisiko nur verspätet erkannt.

Mittlerweile scheinen die politischen Entscheidungsträger und die Geldmärkte ebenfalls an dem Punkt angekommen zu sein, den wir für die Realität halten (wobei auch wir uns irren könnten). Ein Zinsplateau – die Aussicht auf «höhere Zinsen auf längere Sicht» – ist in den Fokus gerückt, und auch die Anleihemärkte haben begonnen, diese neue Betrachtungsweise (mit steigenden längerfristigen Renditen) zu verdauen. Dies geschieht nun, indem Zinssätze und Renditen sich dem annähern, was wir schon längst als den 'fairen Wert' betrachtet haben.

Auch hinsichtlich der Inflationseinschätzungen selbst gibt es eine erhebliche subjektive Komponente. Die tatsächliche Inflation hängt zum Teil von unseren Erwartungen ab, denn diese Erwartungen können unser Verhalten bei Lohnverhandlungen und der Akzeptanz von Preisniveaus beeinflussen. Das schmerzhafteste 'Stagflationsjahrzehnt', die 1970er Jahre, ist eine eindringliche Mahnung dafür, was passiert, wenn Inflationserwartungen zur einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung werden. Der wirtschaftliche Schaden gestaltete sich damals akut und wahllos – und gleichermassen unerfreulich für die Anleger.

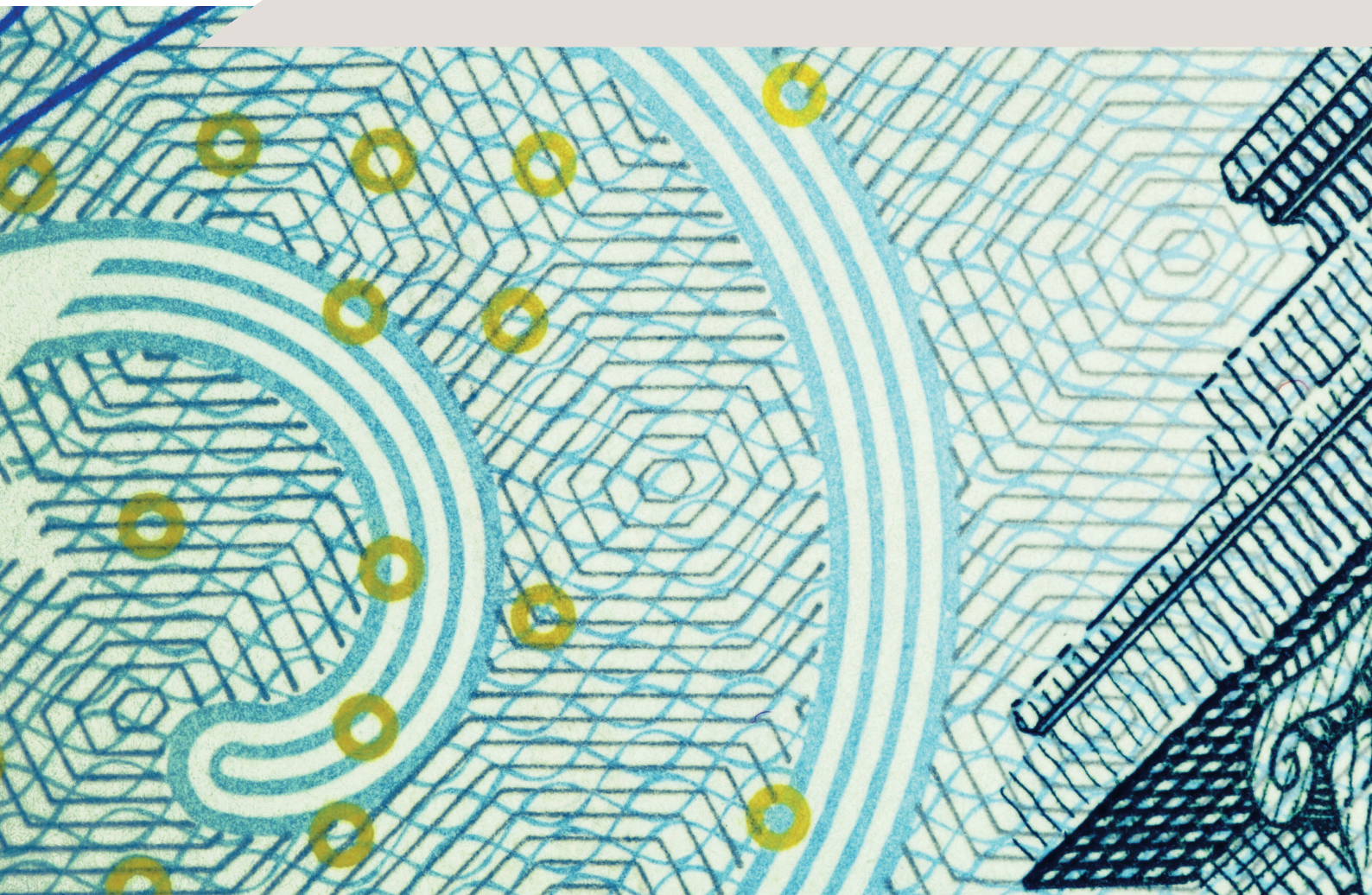
Heute lässt sich ein beunruhigendes Echo dieser Zeit feststellen: Krieg, instabile Ölpreise und Arbeitskämpfe. Die Realität ist jedoch, dass ein längerer Zeitraum (drei Jahrzehnte) mit einer relativ milden Inflationsentwicklung – meist im Bereich von 1 bis 3% – dazu beigetragen hat, die in den Märkten für inflationsgebundene Anleihen eingepreisten Inflationserwartungen im Zaum zu halten. Selbst als einige Inflationsraten zweistellige Werte erreichten, rechneten die lokalen Anleihemärkte nur mit einer relativ gedämpften durchschnittlichen Inflationsrate von 4% für die nächsten 10 Jahre. Heute sind die Break-even-Preise in den Industrieländern wieder auf 2% gesunken.

Mittlerweile scheinen die politischen Entscheidungsträger und die Geldmärkte ebenfalls an dem Punkt angekommen zu sein, den wir für die Realität halten (wobei auch wir uns irren können).



Dies steht im Gegensatz zu den erwarteten Geldmarktsätzen, bei denen die jüngsten Trends offenbar die Erwartungen gefestigt haben, – letztlich irrtümlich. Wir bezweifeln, dass die Inflation in den USA und in Europa vollständig und schnell zu den 2%-Zielen zurückkehren wird, aber wenn sich der zyklische Staub gelegt hat, werden es unserer Meinung nach nicht die Inflation, sondern die Zinssätze sein, die sich am weitesten von ihren niedrigen Trends entfernt haben. Für uns war es die grosse Überraschung, dass die Zinssätze überhaupt so lange so niedrig geblieben sind.

Die Zentralbanken haben nun energisch eingegriffen, um den Inflationsschub einzudämmen (und, wie wir meinen, die stabilen Break-even-Erwartungen am Anleihemarkt weitgehend zu bestätigen). Doch zumindest eine Zeit lang schien es, als würden die geldpolitischen Entscheidungsträger absichtlich für eine höhere Inflation sorgen. Bei den vermeintlich nüchternen und sachlichen Zentralbankern manifestierten sich die ihnen eigenen kognitiven Voreingenommenheiten und nicht nur Rezenzverzerrungen. Selbst die klügsten Menschen können sich dem Herdentrieb und dem Konsenszwang einer Gruppe offensichtlich nicht ganz entziehen.



Makro-Gruppendenken – und was man dagegen tun kann

Rezenzverzerrungen und Ankereffekt sind zwei spezifische Quellen für fehlgeleitete Erwartungen. Wir sind der Meinung, dass die Makro-Debatte unter einer grundsätzlichen Verzerrung leidet, und haben auch schon mehrfach über eine «Mauer der Sorge» geschrieben. Diese breit angelegte, allzu pessimistische Sichtweise ist besonders im Vereinigten Königreich festzustellen, wo die Konjunkturstimmung in der Öffentlichkeit im letzten Jahr scheinbar von einer kaum gezügelten Hysterie geprägt war.

DER ECHOEFFEKT

Diese «Mauer der Sorge» wird für die Bevölkerung nicht von einem einzelnen manipulativen Akteur aufgebaut, sondern ist das Ergebnis der widerhallenden Stimmen dreier Hauptakteure – den Medien, der Konsensmeinung des Establishments und uns selbst. Probleme werden verschärft und mit resultierendem Echoeffekt unverhältnismässig verzerrt.

Die **Medien** produzieren Nachrichten wie Hersteller Gadgets. Sie sind rücksichtslos effizient beim Verkauf von Werbeflächen und setzen dabei auf Sensationslust und das Vermeiden von Verhältnismässigkeit. Wenn heute nichts geschieht, werden die Zeitungen von morgen immer noch voll sein (und nicht zur Rechenschaft gezogen). Die sozialen Medien haben eine neue Ebene der Dringlichkeit geschaffen.

Dazu kommt das weit verbreitete Phänomen des **Gruppendenkens**: eine etablierte Weisheit, die von Zentralbanken, Finanzministerien, internationalen NGOs, Wirtschaftsfakultäten und Finanzökonomen als herrschendes Narrativ über die gesamte politische Bühne hinweg geteilt wird. Diese etablierte Sichtweise ist überwiegend keynesianisch, malthusianisch (klassische Nationalökonomie) und von einem Glauben an den langfristigen Niedergang der bestehenden Systeme geprägt. In Bilanzen werden nur die Verbindlichkeiten gesehen. Diese Denkweise

*«Aus welchem Grund sollten wir, nachdem wir nichts als Verbesserungen hinter uns haben, in der Zukunft nur Verschlechterungen erwarten?»
– Macauley, 1830*



verwechselt Demografie mit Abhängigkeit und Ungleichheit mit Armut. Sie geht von der Annahme aus, dass das Ende des Produktivitätswachstums erreicht ist, aber auch, dass die künstliche Intelligenz (KI) Arbeitsplätze vernichten wird. Im Vereinigten Königreich ordnet sie den Brexit als eine Katastrophe und nicht als kontrollierbaren Fehler ein. Diese Art von Konsensmeinungen gibt es vielleicht schon seit einiger Zeit.

Nichts ist so zitierfähig wie die Vorhersage eines bevorstehenden Untergangs, wobei die langfristige Erfolgsbilanz dieser Prognosen insgesamt schlecht ist. Während wir immer wieder lesen, dass die Weltwirtschaft von einer Krise in die nächste schlittert, ist der kollektive Lebensstandard tendenziell gestiegen. Dem Normalverbraucher geht es materiell so gut wie nie zuvor.

Auch wir alle tragen zu diesem negativen Geräuschpegel bei. Der **Mensch ist von Natur aus** empfänglich für Empfindungen. Möglicherweise liegt es daran, dass die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Ergebnisse für jeden von uns nach links geneigt ist, dass wir uns eher um Verluste sorgen, als uns über Gewinne zu freuen, und wir vom «abnehmenden Grenznutzen» von Vermögen sprechen.

Mit anderen Worten: Wir bekommen die Erkenntnisse und Berichterstattung, die wir verdienen.

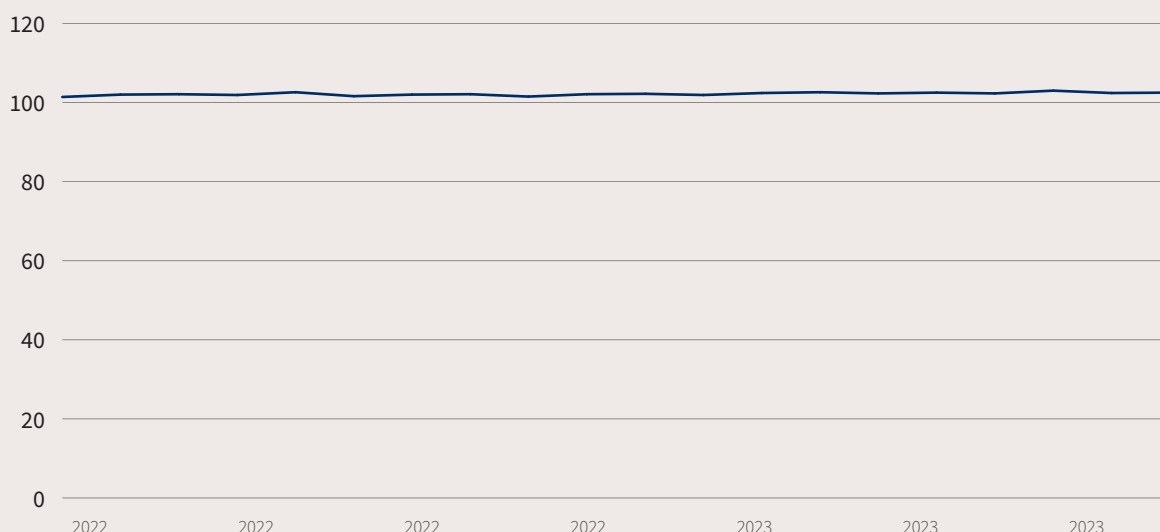
EIN JAHR VOLLER GEFAHREN

Der Echoeffekt ist seit Anfang 2022 besonders laut und deutlich zu hören, vor allem im Vereinigten Königreich (wo es eine Tendenz zu einem nahezu Dickens'schen Gezeter über die Wirtschaft gibt). Es hat gute Gründe für die weltweite Besorgnis gegeben: Der Einmarsch Russlands in die Ukraine, die Krise der Energie- und Lebenshaltungskosten, der Anstieg der Zinsen. Doch der laute Geräuschpegel steht in keinem Verhältnis zu dem makroökonomischen Schaden, der eingetreten ist, zumindest bis jetzt.

Der Anstieg der Energiekosten beispielsweise traf ärmere Haushalte und kleine Unternehmen hart, aber selbst als die Regierungen ihre Unterstützungsprogramme einkalkulierten und Rezessionsprognosen zum Alltag wurden, waren die Ölpreise wieder auf ein unspektakuläres Niveau gefallen und die Preise für Erdgas brachen ein.

Hier im Vereinigten Königreich löste das bizarre und politisch unsensible 'Mini-Budget' der

ABBILDUNG 8: DIE WIRTSCHAFT DES VEREINIGTEN KÖNIGREICHS: REALES BIP (INDEX)



Quellen: Datastream, Rothschild & Co

Regierung Truss einen erheblichen Abverkauf der britischen Staatsanleihen und einen Einbruch des Pfund Sterling aus. Es gab zahlreiche Stimmen, die behaupteten, dass dies die Wirtschaft zum Absturz gebracht hat. Die Staatsanleihen stabilisierten sich rasch wieder, und auch das Pfund erholte sich recht schnell (über diese Erholungen wurde natürlich kaum berichtet). Sollte die Wirtschaft wirklich abgestürzt sein – der Begriff wird immer noch häufig verwendet – lassen sich die Trümmer in Abbildung 8 aber kaum erkennen.

WAS ZU TUN IST

Wir sehen unsere Aufgabe als Anlageberater darin, solche Echos und den verursachten Geräuschpegel herauszufiltern und (im beschränkten Bereich von Wirtschaft und Finanzen) herauszufinden, was wirklich gehört werden sollte. Das ist sicher nicht ganz einfach, aber wir halten die folgenden Grundregeln für nützlich:

- Der vielleicht wichtigste Schritt auf dem Weg zu mehr Objektivität ist das **Bewusstsein** über den Echoeffekt, die «Mauer der Sorge» und die Notwendigkeit, so offen wie möglich zu sein.
- Der **gesunde Menschenverstand** spielt ebenfalls eine wesentliche Rolle. Konsensmeinungen zu makroökonomischen Entwicklungen enthalten zahlreiche logische Fehler und Ungereimtheiten, am deutlichsten vielleicht, wenn es um Schulden und die Finanzierung unsere kollektive Altersversorgung geht.
- **Augenmass** ist hilfreich. Die letzte Inflationsentwicklung und Arbeitskämpfe scheinen oft beispiellose Ausmasse anzunehmen, obwohl dies bei nüchterner Betrachtung nicht der Fall ist.
- Auch **Geduld** ist wichtig. Vermutete Krisen sind nicht immer so gravierend, wie sie scheinen, und eine Lösung ist vielleicht weniger zweckmässig als Anpassung und Wandel. Wenn etwas in den Schlagzeilen steht, ist es oft bereits in den Preisen enthalten, und eine überstürzte Reaktion kann falsch sein.
- **Strukturiertes Vorgehen** kann uns dabei helfen, uns von Emotionen zu distanzieren. Gremien haben zwar ihre Schwächen (und neigen zu Konsensmeinungen), sind aber besser als unüberlegte Alleingänge. Zahlen sind von Natur aus weniger emotional als Worte.

Unsere «Wahrheit» ist mit Sicherheit nicht der Weisheit letzter Schluss. Der Echoeffekt hat sich aber in den letzten Jahrzehnten bei der Besetzung von Stellen und bei Investitionen unbestritten als schlechter Ratgeber erwiesen.

Der vielleicht wichtigste Schritt auf dem Weg zu mehr Objektivität ist das Bewusstsein für den Echoeffekt und die «Mauer der Sorge» sowie die Notwendigkeit, möglichst unvoreingenommen zu denken.



Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

WACHSTUM: GROSSE VOLKSWIRTSCHAFTEN

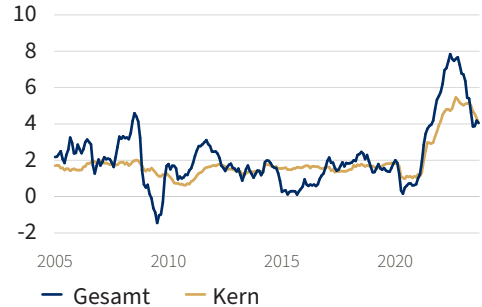
Optimismus der Unternehmen:
Standardabweichungen



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

G7 INFLATION

%, zum Vorjahr



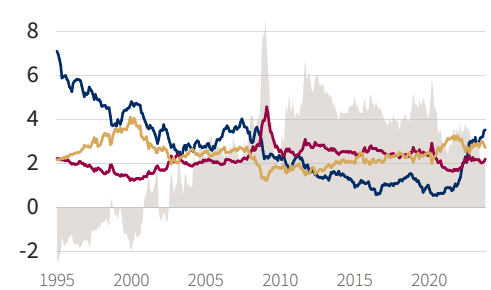
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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



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

AKTIEN/ANLEIHEN - REL. BEWERTUNGEN



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

AUSGEWÄHLTE ANLEIHEN

Derz. Renditen, jüngste Renditen in Lokalwährung

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
10-J.-US-Treasury	4.8	-2.8	-21.5
10-J.-US-Gilt	4.5	-2.9	-22.7
10-J.-Bundesanleihen	2.8	-3.9	-21.2
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	1.1	0.5	-10.0
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.9	-3.2	-4.7
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	4.3	1.4	-11.4
Globale Anl.: Hochzins (USD)	9.9	8.8	0.6
EM (USD)	8.4	6.6	-13.9

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE AKTIENMÄRKTE

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

	RENDITE (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	2.3	9.3	21.4
DM	2.2	9.3	25.6
EM	3.0	9.2	-5.1
US	1.7	9.3	22.9
Eurozone	3.5	10.2	29.9
UK	4.2	7.0	46.6
Schweiz	3.3	-2.1	7.1
Japan	2.2	20.7	49.6

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

AUSGEWÄHLTE DEWEISENKURSE

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	119	-1.3	9.7
Euro (EUR)	134	5.9	1.8
Yen (JPY)	73	-2.9	-24.4
Pfund (GBP)	82	2.8	5.4
Schweizer Franken (CHF)	190	6.2	12.2
Chin. Yuan (CNY)	140	-2.2	5.0

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

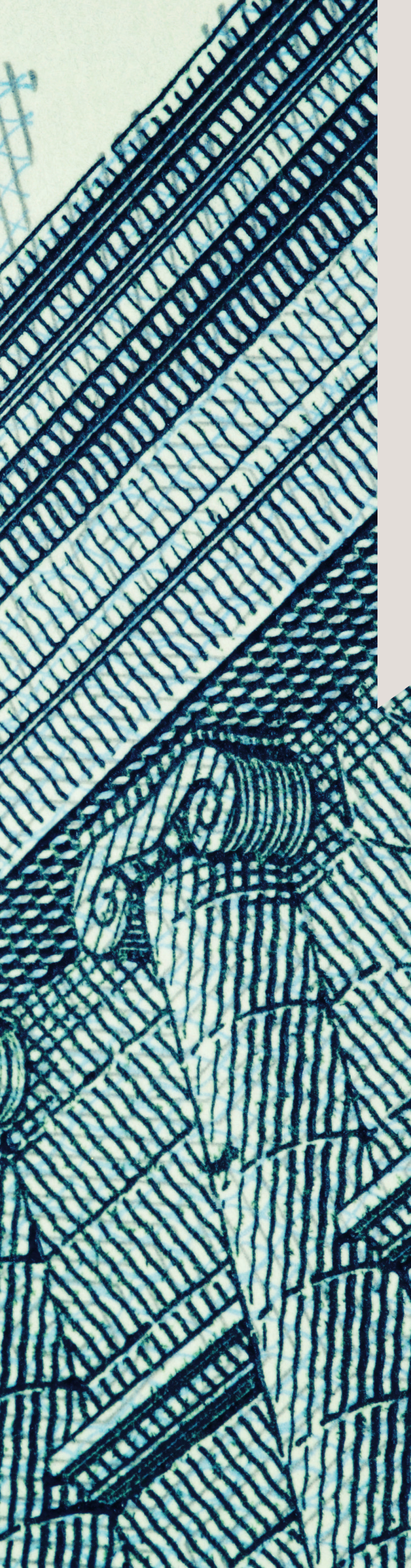
ROHSTOFFE UND VOLATILITÄT

	NIVEAU	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	285	3.0	89.2
Brent Rohöl (\$/b)	90	-6.7	119.6
Gold (\$/oz.)	2,006	20.6	5.2
Industriemetalle (1991 = 100)	314	-2.3	21.4
Impl. Aktienvolatilität (VIX,%)	21	-22.3	-36.2
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	129	-9.5	123.2

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
27. Oktober 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.