



## Besser für Menschen, schlechter für Anleihen

Ausgabe 112 | März / April 2021

### 03 Schnelle Trendwende

Erholung der Anleihen im Kontext

### 03 Einführung in SPACs

Was hinter dem Hype steckt

### 05 Lächelt der Dollar bald?

Pessimistischer Konsens ist vielleicht verfrüht

### 06 COVID-19 meistern?

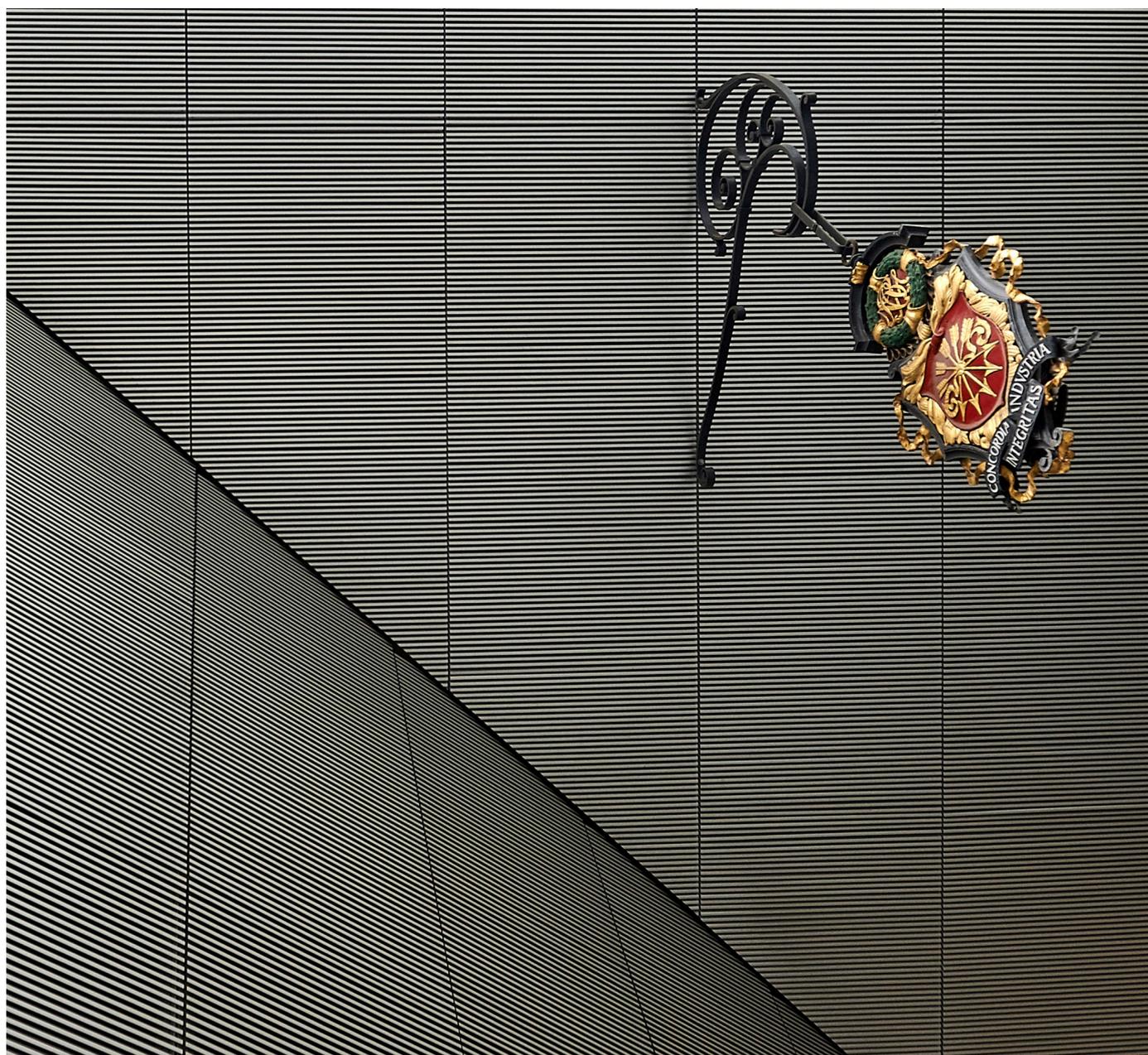
Amerikanischer und europäischer Kapitalismus konvergieren

### 08 Produktivität in USA auf Höhenflug

Ein übersehener Aufschwung

### 09 Die Unschärferelation in der Wirtschaft

Zweifelhafte Präzision



## Vorwort: Besser für Menschen, schlechter für Anleihen

Die weltweiten Aktienmärkte haben sich noch nie so schnell von einem deutlichen Einbruch erholt. Bereits ein Jahr nach den ersten Lockdowns in der westlichen Welt haben sie die Krise überwunden. Auch der wirtschaftliche Nebel lichtet sich unserer Vorhersage gemäss relativ zügig. Den Daten zufolge dürfte die Weltwirtschaft 2021 einen steilen Aufschwung verzeichnen, der vielleicht stärker ausfällt, als die offiziellen Prognosen es erwarten lassen.

Insbesondere in den USA scheint sich im Frühjahr ein ökonomisches Feuerwerk anzukündigen, wenn die Wirtschaft, die den vor einem Jahr verlorenen Boden mehr oder minder wieder wettgemacht hat, von einem weiteren Konjunkturpaket profitiert. Auch heute sind 2 Billionen US-Dollar noch viel Geld.

In Europa, wo das Virus aktiver bekämpft wird, war die Wirtschaft letztlich weniger anfällig als befürchtet. Die Daten aus China sind in dieser Jahreszeit auch in normalen Zeiten schwierig zu interpretieren, doch gibt es kaum Anzeichen, die auf einen steilen Wachstumseinbruch deuten.

Vor diesem Hintergrund erstaunt es nicht, dass die Anleihenmärkte, vor allem in den USA, im Verhältnis zum Angebot eine wachsende Kapitalnachfrage verzeichnen. Da die Anleger damit rechnen, dass die überschüssige Kapazität schneller genutzt wird, erwarten sie auch einen Anstieg der Inflation und der Zinsen.

Die Zentralbanken sind noch nicht bereit, die Geldpolitik zu straffen. In einigen Fällen versuchen sie sogar aktiv, die Anleihenrenditen daran zu hindern, die Erholung zu verzeichnen. Sie könnten ihre Meinung ändern, wenn sich die Lage entwickelt.

Aus diesem Grund haben sich die Anlagerisiken wieder geändert.

Während das erste Halbjahr 2020 von Sorgen um die Rentabilität angetrieben wurde, liegt der Fokus 2021 wohl eher auf den Auswirkungen eines solideren Wirtschaftsklimas und Bewertungen, die dem Marktpreis entsprechen. Anders gesagt, letztes Jahr war eher schlecht für Menschen, aber günstig für Anleihen. Dieses Jahr dürfte besser für Menschen, aber ungünstiger für Anleihen sein. Aktien sind beiden freundlich gesinnt und fühlen sich deshalb hin- und hergerissen.

Unseres Erachtens kommen sie mit dieser Lage zurecht.

**Kevin Gardiner und Victor Balfour**

Global Investment Strategists



Titelblatt:  
Ein auffälliges Symbol des Erbes und der Werte unseres Geschäfts ist das Wappen der Familie Rothschild, das sich an der Aussenwand unseres Büros in New Court in der St Swithin's Lane in London befindet. Die fünf Pfeile und das Familienmotto sind der einzige Hinweis auf das Unternehmen.

© 2021 Rothschild & Co Wealth Management  
Erscheinungsdatum: März 2021.  
Stand der Daten. 23. März / April 2021.  
Quelle für Grafiken und Tabellen:  
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

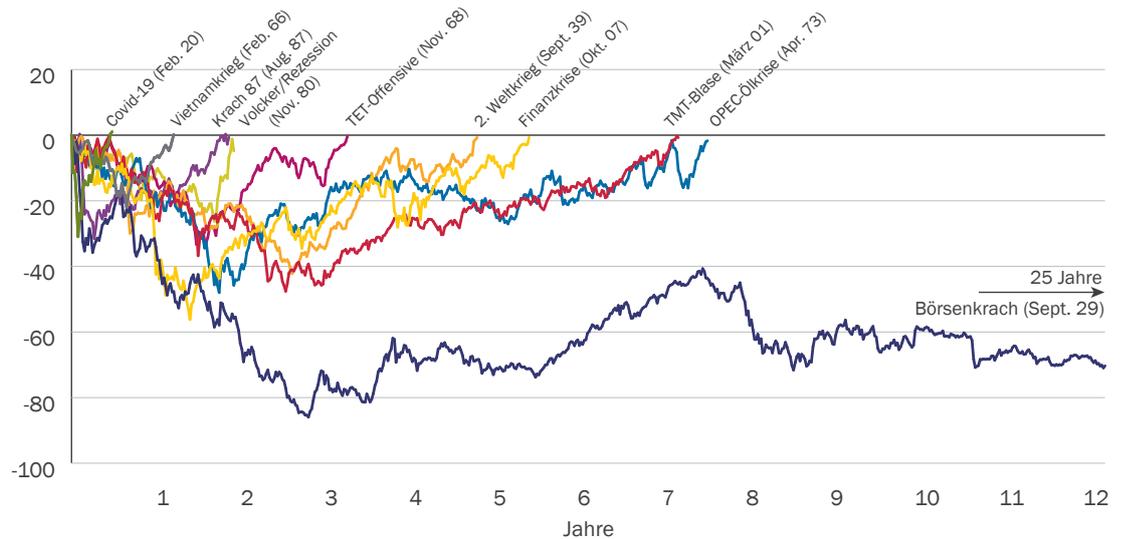
## Schneller Umschwung

Der durch COVID-19 ausgelöste weltweite Börseneinbruch liegt genau ein Jahr zurück. Der schnelle Abschwung gehörte nicht zu den steilsten Börsenkrachs der Geschichte, aber die Kürze war beeindruckend. In weniger als fünf Monaten holten die internationalen Aktienmärkte vollständig auf und verzeichneten damit die beeindruckendste 12-Monate-Erholung aller Zeiten.

Victor Balfour – 23. März

### Ein relativ kurzer Umschwung am US-Aktienmarkt

Hohe Verluste des S&P 500 Index (nominal)



Quelle: Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co.  
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

## Einführung in SPACs

**SPAC:** Special-Purpose Acquisition Company (**SPAC**; /spæk/), zu Deutsch etwa Zweckgesellschaft für Akquisitionen

*SPACs sind Mantelgesellschaften, die über einen Börsengang Kapital aufbringen, um damit innert zwei Jahren eine Akquisition zu finanzieren.*

Anleger interessieren sich in jüngster Zeit immer stärker für SPACs. 2020 wurde sogar das Jahr der SPACs genannt, schliesslich sammelten 219 SPACs insgesamt 73 Milliarden US-Dollar ein und übertrafen damit traditionelle Börsengänge (USD 67 Mrd.). Dieses Jahr kamen 128 SPACs bereits in den ersten beiden Monaten auf mehr als 38 Milliarden US-Dollar, wobei allein im Januar schon ein höherer Betrag verbucht wurde als im Gesamtjahr 2019.

Der Preis scheint diese Entwicklung widerzuspiegeln. Ein SPAC-Index, der die Wertentwicklung eines breit gestreuten SPAC-Universums abbildet, stieg dreimal schneller als der S&P Index seit Juli 2020. Selbstverständlich hat diese Benchmark nur einen kurzen Leistungsausweis (sie wurde im Juli 2020 aufgelegt), ihre Marktkapitalisierung ist niedrig (USD 27 Mrd.) und sie entspricht nur einem Teil der wachsenden Zahl von SPACs am Markt.

Trotz der Anziehungskraft dieser Struktur – einige prominente Anleger sind auf den fahrenden Zug aufgesprungen – können SPACs echte Vorteile aufweisen. Erstens ist der Börsengang einer Mantelgesellschaft viel günstiger als ein traditioneller IPO, weil sie keine Geschäftstätigkeit und damit eine «saubere Bilanz» hat. Die Zulassung einer SPAC an der Börse kann in 15 Wochen abgeschlossen sein, was das Marktrisiko und die direkten bzw. indirekten Kosten reduziert. Schliesslich erwartet die Teilhaber des Zielunternehmens meistens keine unangenehme Überraschung (unerwartete Verbindlichkeiten in der Bilanz der Käuferin), wenn die Akquisition abgeschlossen ist.

Das SPAC-Modell gefällt auch Private-Market-Sponsoren. Einerseits, weil es eine liquidere Kapitallösung darstellt, andererseits, weil der Sponsor nach dem Börsengang eine höhere Beteiligung (20%) an der SPAC hält und die Vorlaufkosten niedriger sind. Diese Struktur ermöglicht es zudem, grössere Ziele in Branchen anzuvisieren, die in traditionellen Private-Equity-Dokumentationen in der Regel verboten sind. Als mit Eigenkapital finanzierte Gesellschaften brauchen SPACs auch weniger Fremdkapital. Durch die Eigenfinanzierung vermeiden sie den Schuldendienst und die strengen Auflagen der Fremdfinanzierung.

Die Struktur hat jedoch auch eine Kehrseite. Wenn die SPAC innert zwei Jahren ab Börsengang kein Ziel findet, geht das Geld an die Anleger zurück. Das Risiko besteht also in den Opportunitätskosten eines verpassten Investments. In den USA haben 370 SPACs mehr als 118 Milliarden US-Dollar in der Tasche, die auf ein Ziel warten. Dieses Risiko führt zu weiteren: zu viel Liquidität und nicht genug Deals, überhöhte Preise oder die Übernahme nicht so attraktiver Ziele (zum Schaden der Aktionäre der SPAC). Im Februar dieses Jahres gab eine SPAC, die ursprünglich Freizeitunternehmen anvisierte, einen Deal über 200 Millionen US-Dollar mit einem Biopharmaunternehmen bekannt. Offensichtlich war kein Deal noch schlimmer als ein schlechter Deal.

Zudem haben die Anleger in SPACs ein Rückgaberecht, wenn eine Transaktion bekannt gegeben wird. Sie dürfen also aussteigen, wenn die Akquisition ihnen nicht wünschenswert erscheint. Jüngste Arbeiten zeigen, dass die Aktienkurse der meisten SPACs nach der Fusion sinken, vor allem infolge der Verwässerung. Ausserdem müssen zusätzliche Mittel über Privatplatzierungen aufgebracht und Anteile bar zurückgezahlt werden. Diese Kosten werden in jedem Fall von den SPAC-Anlegern getragen.

Derzeit sind SPACs in erster Linie in den USA beliebt, doch auch in Europa wächst das Interesse für die Struktur. Eigentlich gibt es SPACs in verschiedenen Formen schon seit Langem. Die sogenannten Blankoscheck-Unternehmen gehen mindestens auf die 1980er-Jahre zurück. Die erste SPAC wurde 1993 gegründet, als Blankoscheck-Unternehmen in den USA verboten waren. Es ist also nicht damit zu rechnen, dass sie schnell wieder verschwinden. Sie haben offensichtliche Vorteile, wenn sie richtig eingesetzt werden, und ergänzen traditionelle Börsengänge, sollten sie aber nicht vollständig ersetzen. Eine umfassende Due-Diligence-Prüfung und ein gutes Verständnis davon, was – und wann – Sie kaufen, ist wichtig, aber das gilt wohl für die meisten Anlagen.

Dass das zugrunde liegende Investment unbekannt ist, macht misstrauisch. Wir erinnern uns alle an die Prospekte der Südseeblase, in denen «sehr vorteilhafte Unternehmungen» angepriesen wurden, von denen aber «niemand wissen durfte, worin sie bestehen». Andere Anlagefonds sind jedoch ebenfalls offen: Wir beschrieben bereits anderweitig, wie unklar die Unterlagen zu Hedgefonds sein können. Schliesslich kennen auch offene Private-Equity-Fonds ihre künftigen Ziele nicht. Das Problem ist subtiler, nämlich eine Frage der Redlichkeit: Im Gegensatz zur Südsee-Unternehmung haben die meisten SPACs heute gute Absichten.

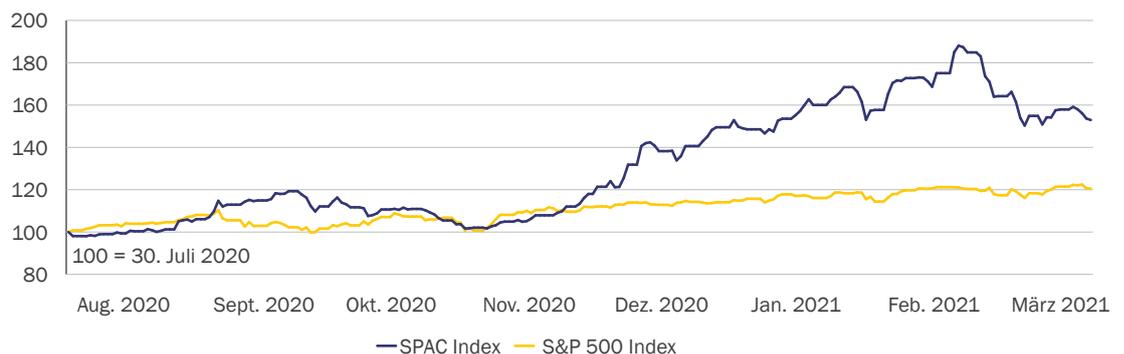
Einige Anleger brauchen mehr Transparenz als andere. Wir als Vermögensverwalter interessieren uns nicht für SPACs, ausser wir wissen, was sie enthalten.

Die Begeisterung für SPACs dürfte sich mit der Zeit legen. Es ist nicht anzunehmen, dass sie die Entwicklung des allgemeinen Aktienmarkts wesentlich beeinflusst haben. Auch die betroffenen Beträge sind nicht hoch genug, um ein systemisches Finanzrisiko darzustellen, sogar wenn es sich herausstellen sollte, dass die Anleger ihre Beteiligung an SPACs mit Fremdkapital finanzieren. Zum Vergleich sei darauf hingewiesen, dass die Marktkapitalisierung des S&P 500 immerhin 34 Billionen USD-Dollar beträgt.

Charlie Hines – 10. März

## Outperformance des SPACs

Gesamtrendite: SPAC Index und S&P 500 Index (indexgebunden, 100 = 30. Juli 2020)



Quelle: IPOX, Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co.  
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

## Lächelt der Dollar bald?

Seit einem Jahr wetten alle aus gutem Grund auf den Abwärtstrend des Dollar: Die Zinssätze konvergierten, die Inflation war niedrig und der Dollar war teuer. Wir waren in der Mitte eines sogenannten Dollar-Lächelns, das attraktiver wird, wenn das Wachstum anzieht. In Krisenzeiten und bei besonders hohem Wachstum in den USA hält sich die amerikanische Währung gut, aber in der Mitte, wenn Anleger von attraktiveren Chancen abgelenkt werden, gibt sie oft nach.

Im letzten Jahr waren wir meistens nicht stark vom Wechselkurs überzeugt. Nachdem wir unsere Präferenz für den US-Dollar aufgegeben hatten, blieben wir grösstenteils neutral. Unseres Erachtens war das Pfund gegenüber dem Dollar unterbewertet. Da das Pfund aber Ende Februar seinen Höchststand seit 2018 gegenüber dem Dollar (USD 1.42) erreichte und der Renminbi ebenfalls ein hohes Niveau (RMB 6.45) aufwies, fragen wir uns, ob der Abwärtstrend des Dollar nicht allmählich in Frage gestellt werden sollte.

Keynes scherzte einmal: «Wenn sich die Fakten ändern, ändere ich meine Meinung.»

Unser quantitativer Währungsansatz konzentriert sich auf die Überwachung von drei Faktoren: i) Zinsdifferenz; ii) Momentum und iii) Bewertungen. Das entspricht in etwa unserer Methode zur Einschätzung von Anleihen- und Aktienmärkten, wobei die Zinsdifferenz das Wachstum ersetzt.

Wir erstellen keine Wechselkursprognosen. Währungsgeschäfte sind keine nachhaltige Renditequelle. Fehlerhafte und irreführende Angaben haben unseres Erachtens kaum Nutzen. Doch verwenden wir unseren quantitativen, subjektiven Ansatz, um Risiken und Chancen an den wichtigsten Devisenmärkten zu erkennen.

2020, im Jahr der grossen Konvergenz, verengten sich die Zinsdifferenzen und die Bewertungen kehrten zum Trend zurück. Insbesondere der Dollar wirkt nicht mehr überteuert.

Die Bewertungen sind allerdings (wie an den Aktien- und Anleihenmärkten) nur ein Teil des Puzzles. Die Spot-Preise können aus den unterschiedlichsten Gründen vom Marktwert abweichen – Inflationserwartungen, politische Richtlinien, Wachstum und Geschäftsklima im Allgemeinen. Alle Aspekte, die Zinsdifferenzen und Momentum beeinflussen, die beiden anderen Komponenten auf unserer Liste, spielen eine Rolle.

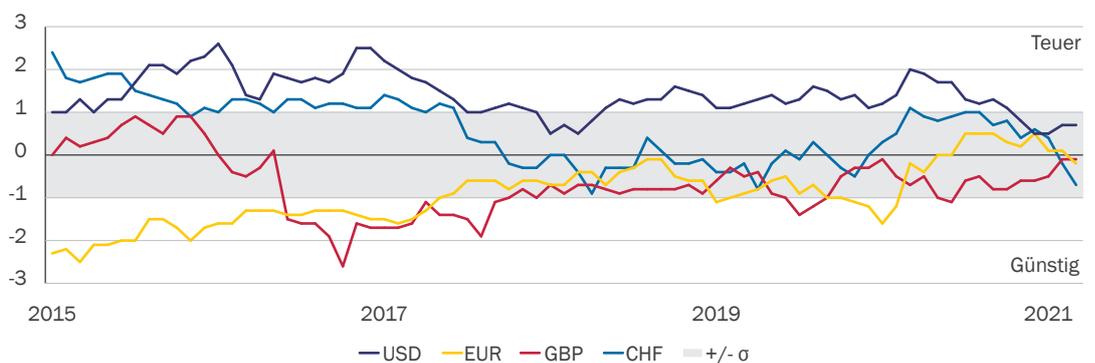
Möglicherweise entwickeln sich die Zinsdifferenzen nicht bald zu wichtigen Treibern. Die Zentralbanken zögern gewiss, die Bowle abservieren zu lassen, bevor die Party zu Ende ist. Wenn sie jedoch so weit sind, deuten die jüngsten Daten darauf, dass eine Zinserhöhung angesichts der relativen Stärke der amerikanischen Wirtschaft – schon bevor sich die Wirkung des zusätzlichen Konjunkturpakets zeigt – wohl am ehesten in den USA zu erwarten ist, und zwar früher, als die US-Notenbank Fed glauben machen will. Die Signale der Anleihen- und Geldmärkte sind in dieser Hinsicht eindeutig.

Der Greenback könnte auf der anderen Seite des Dollarlächelns wieder steigen, das heisst, die Konsenserwartung eines anhaltenden Abwärtstrends ist eventuell voreilig.

Victor Balfour – 25. Februar

### Wechselkursbewertungen konvergieren

Reale handelsgewichtete Wechselkurse: Abweichung vom Trend



Quelle: JPM, Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co.  
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

## COVID-19 meistern?

Das Konzept der schöpferischen Zerstörung verdanken wir dem österreichischen Ökonom Joseph Schumpeter. Ihm zufolge fördern neue Wirtschaftstrends und Verhaltensweisen innovative Unternehmen und verdrängen Nachzügler. Dieser Prozess hört nie auf. Wirtschaftskrisen und Marktverzerrungen können diesen Vorgang beschleunigen.

Diese Regel gilt auch heute noch: Angesichts der Krise kämpfen viele Unternehmen und ganze Sektoren, von der Energieversorgung bis hin zum traditionellen Einzelhandel, ums Überleben.

Aber bislang sind noch relativ wenige Firmen untergegangen. Letztes Jahr wurden in Europa weniger Konkurse verzeichnet als in der Periode seit 2015. Sogar in den USA gab es weniger Insolvenzen als 2019. Selbstverständlich halfen die haushalts- und geldpolitischen Massnahmen sehr. Die grosszügige Unterstützung des Arbeitsmarkts und die Liquiditätsschwemme verhinderten eine schlimmere Bilanz. Anfällige Familien brauchten Schutz.

Wurde damit aber der Kreislauf der schöpferischen Zerstörung vielleicht zulasten des langfristigen Wachstums und der Effizienz unterbrochen? Oder beginnt nun ein Zeitalter der staatlichen Interventionen und der steigenden Unternehmensverantwortung?

### Unterschiedliche Ansätze

Milton Friedman meinte: «Die soziale Verantwortung von Unternehmen ist es, den Gewinn zu steigern.» Diese Feststellung war nicht als moralischer Kommentar gemeint. Er wollte ausdrücken, dass Unternehmen einen Zweck verfolgen und Staaten einen anderen. Es wäre also ineffizient, die Grenzen zu verwischen, weil es uns dann insgesamt schlechter ginge.

Die USA haben sich schon immer einem reineren Kapitalismus verschrieben als die europäischen Länder. Eine Mischung aus flexiblen Arbeitsmärkten, lockeren Insolvenzgesetzen und liberalem Kapitalismus tragen zur Anziehungskraft der USA für Anleger aus aller Welt bei. Letztes Jahr platzierten sich die USA auf Rang 6 des Ease of Doing Business Index. Unter den geschäftsfreundlichsten Top 20 war kein europäisches Land zu finden.

Zudem verzeichneten die USA in den letzten Jahrzehnten – und letztes Jahr – höheres Wachstum und geringere Arbeitslosigkeit, ob aus Zufall oder mit Absicht, bleibt in Frage gestellt. Heute beträgt die Arbeitslosenquote in den USA 6,2% – weniger als die Hälfte im Vergleich zu letztem Frühjahr – und liegt damit deutlich unter dem europäischen Niveau, das steigt, nicht fällt.

Trotz des eher verwässerten Kapitalismus ging es Europa im letzten Jahr wirtschaftlich schlechter als den USA. Diese jüngste Divergenz ist zum Grossteil auf die strengeren COVID-19-Vorschriften in Europa zurückzuführen. Das krisenbedingte Haushaltsdefizit stieg hingegen in den USA am deutlichsten.

Europa griff auf traditionelle staatliche Interventionen zurück. Während die USA die infolge COVID-19 gekündigten Arbeitskräfte mit höherem Arbeitslosengeld und Schecks pro Haushalt direkt entschädigten, sollten die deutschen Massnahmen – Kurzarbeit und entsprechende Entschädigung der Arbeitgeber – die Arbeitsplätze und die Produktionskapazität erhalten. Theoretisch erlauben diese Vorkehrungen den Unternehmen, ohne Betriebsschliessungen sofort wieder durchzustarten, wenn es die Lage wieder erlaubt.

Es steht noch nicht fest, welcher Ansatz erfolgreicher ist. Der Arbeitsmarkt bewegt sich wegen der Pandemie kaum, die Beschäftigung bleibt in beiden Regionen deutlich unter dem Niveau vor der Krise. Die Arbeitslosenquote in den USA ist zwar niedriger, aber diese Tatsache spiegelt zum Teil auch wider, dass Menschen aus dem Erwerbsleben ausgeschieden sind, während die Beschäftigung in Europa stabiler blieb (siehe Grafik «Unterschiedliche Beschäftigungstrends»). Aber der Beschluss der Europäer, lieber Arbeitsplätze zu sichern, könnte langfristige Auswirkungen auf die Produktivität haben. Wie wir anderweitig unterstreichen, verzeichnen die USA derzeit einen deutlichen Anstieg in diesem Bereich.

Wenn der Staub sich wieder gelegt hat, könnte die Arbeitslosenquote in Europa infolge der Abschaffung der Kurzarbeit weiterhin steigen, obwohl die Wirtschaft unseres Erachtens dynamisch genug sein dürfte, um diese Entwicklung zu vermeiden, aber vielleicht zulasten der Produktivität.

## Sozialkapitalismus

Aus der Ferne betrachtet könnte man annehmen, dass der amerikanische und der europäische Kapitalismus sich einander nähern. In den letzten Jahrzehnten herrschte die Meinung vor, der europäische Kapitalismus würde sich immer stärker am amerikanischen ausrichten. Vielleicht ist diese Ansicht jedoch irrig.

Soziale und ökologische Themen durchdringen immer öfter den politischen und sogar den wirtschaftlichen Diskurs. Nicht nur in Europa unterstreichen Staats- und Regierungschefs die Notwendigkeit einer ethischeren Form des Kapitalismus. Vor seiner Wahl meinte Präsident Biden, dass der Aktionärskapitalismus eine «Farce» sei. Viele seiner neuen politischen Vorschläge deuten auf eine solche Schwerpunktverlagerung, obwohl sie nicht so weit gehen wie die Ideen eines Bernie Sanders. Konzernchefs – von Jamie Dimon (JP Morgan) bis Marc Benioff (Salesforce) – konzentrieren sich auch nicht mehr ausschliesslich auf den Gewinn, sondern suchen nach inklusiveren und ganzheitlicheren Erfolgskennzahlen.

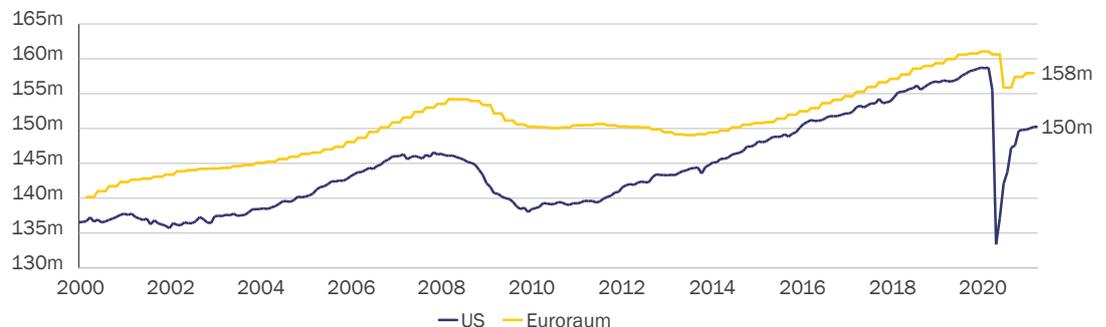
Wie bereits erwähnt, gaben die USA aufgrund der Krise mehr aus als Europa. Im Übrigen ist der US-Haushalt seit Clinton nicht mehr ausgeglichen. Angesichts der ehrgeizigen Politik von Präsident Biden dürfte das Defizit in naher Zukunft nicht abnehmen.

Kommen wir zu unserer ursprünglichen Frage zurück: Können weit verbreitete Insolvenzen vermieden werden? Die Wiederöffnung steht vor der Tür und damit die Rückkehr des Wachstums. Die Märkte geben sich hinsichtlich der Weltwirtschaft sehr optimistisch. Sogar die Aktienkurse in den am meisten betroffenen Sektoren steigen allmählich wieder auf ihr Niveau vor der Krise. Das Vermeiden einer Krise, insbesondere einer wie dieser im Gegensatz zu einem herkömmlichen Konjunkturabschwung, kann auch die Innovation fördern. Die aktuelle Einführung digitaler Technologien hat möglicherweise eine umfassende Auswirkung auf die Geschäftsmodelle und die Produktivität.

*Victor Balfour – 18. März*

## Unterschiedliche Beschäftigungstrends

Beschäftigungslage in den USA und in Europa



*Quelle: BLS, Eurostat, Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co.  
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.*

## Produktivität in USA auf Höhenflug?

Die amerikanische Wirtschaft scheint in diesem Quartal mehr oder minder auf ihr Niveau vor der Krise zurückgekehrt zu sein. In diesem Fall war der heftigste Einbruch der Produktion der Neuzeit relativ kurz. Die Erholung nach der weltweiten Finanzkrise dauerte mehr als zweimal länger.

Diese Tatsache dürfte unsere Leserinnen und Leser nicht überraschen. Erstaunlicher ist jedoch, dass die Anzahl der zivilen Beschäftigten in den USA immer noch 5% unter dem vorherigen Hochstand liegt.

Die Gesamtbeschäftigung erreichte ihren Hochstand im gleichen Quartal wie das Bruttoinlandprodukt (viertes Quartal 2019), ist aber eher ein nachlaufender Indikator. In den nächsten Monaten zieht sie voraussichtlich wieder an. Ein wahrscheinlicher Anstieg der Pro-Kopf-Produktion von 5% bis 6% im Jahresvergleich dürfte nicht schnell nachgeben, auch wenn die Beschäftigung zunimmt, und zwar nicht nur, weil die Produktion im zweiten Quartal infolge des neuen Konjunkturpakets wohl auch deutlich steigt.

Entweder nimmt die Zahl der Beschäftigten im zweiten Halbjahr steil zu – eine erfreuliche Nachricht – oder die USA verzeichnen 2021 eine der höchsten Zunahmen der Pro-Kopf-Produktivität gegenüber dem Vorjahr der jüngsten Geschichte.

Das wäre nicht nur ein einfacher Aufschwung nach dem merklichen Abschwung 2020. Letztes Jahr sank die Beschäftigung stärker als die Produktion. Gleichzeitig erhöhte sich die Pro-Kopf-Produktion um 3%, was eher ungewöhnlich ist, denn die Produktivität ist meistens sehr prozyklisch und geht zurück, wenn die Produktion nachgibt, und umgekehrt.

Auch wenn wir davon ausgehen, dass die Beschäftigung Ende des Jahres merklich steigt, deuten Berechnungen, die absolut nicht an den Haaren herbeigezogen sind, darauf hin, dass die Pro-Kopf-Produktion 2021 rund 6% höher liegen könnte als 2019. Das wäre der beeindruckendste 2-Jahres-Sprung seit Ende der 1990er-Jahre da der Zeitraum (wie erwähnt) eine Rezession umfasst.

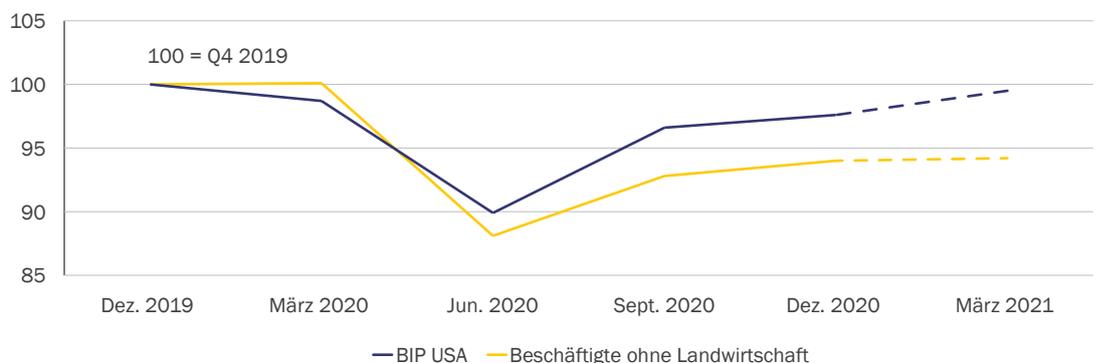
Natürlich dürfen Extremfälle nicht verallgemeinert werden. Angesichts der sehr besonderen Umstände der letzten zwölf Monate und der unterschiedlichen Beschäftigungsmassnahmen wäre es verfrüht, daraus Schlüsse zu ziehen. Sonderbar ist jedoch, dass diese Tatsache keine Erwähnung findet, obwohl Ökonomen sich seit einem Jahrzehnt um eine wahrgenommene Verlangsamung des Produktivitätswachstums sorgen.

Auch aus diesem Grund könnten die Unternehmensgewinne letztlich stärker steigen als erwartet. Schliesslich werden wir vielleicht daran erinnert, dass wir uns wegen der Inflation nicht zu viele Gedanken machen dürfen: Das wäre schlimmer als die Flexibilität der Angebotspolitik.

Kevin Gardiner – 11. März

### Steiler Anstieg der Produktivität in den USA?

Produktion und Beschäftigung in den USA: Indizes



Quelle: Bloomberg, Datastream, Rothschild & Co.  
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

## Die Unschärferelation in der Wirtschaft

Unser Essay über die Produktivität in den USA warf eine Frage auf, die uns nicht oft genug gestellt wird: Spiegeln viele wahrgenommene Wirtschaftsprobleme einfach nur ungenaue Messungen wider?

Eine sorgfältige Antwort erfordert mehr Raum (und Expertise), als wir hier haben. Dennoch möchten wir einige «Probleme» anführen, die zumindest teilweise auf irrige Begriffsbestimmungen oder Kennzahlen zurückzuführen sind:

1. Der bemerkenswerte Rückgang des britischen BIP im zweiten Quartal 2020
2. Die wahrgenommene Verlangsamung der Produktion/Produktivität
3. Eine vermeintliche Stagnation des «typischen» Haushaltseinkommens in den letzten Jahrzehnten
4. Eine wahrscheinliche Übertreibung der Inflation in den letzten Jahrzehnten
5. Unsere mutmassliche kollektive Schuldenlast
6. Eine angebliche Sparschwemme
7. Unterschätzte Aktienbewertungen in den 1930er-Jahren

Im Folgenden biete ich einen Überblick und erkläre dann meine Auswahl.

\*\*\*

Es wird nicht oft gefragt, was Wirtschaftsdaten eigentlich messen sollen und ob sie das auch wirksam tun.

Insbesondere Ökonomen stellen sich diese Frage kaum. Zwei bekannte Professoren der Universität Harvard verglichen vor einigen Jahren die internationale Verschuldung von Irland mit jener von Island und irrten sich dabei um den Faktor 10. Ein weiterer prominenter Wirtschaftswissenschaftler scherzte: «Wir sehen Computer überall, nur nicht in den Produktivitätsdaten», wobei er wohl vergass, dass digitale Produktion besonders schwierig zu messen ist.

Offizielle Statistiker haben eine schwierige Aufgabe. Sogar das Bestimmen des aggregierten Einkommens (oder der Produktion oder der Ausgaben) ist nicht so einfach, wie es klingt. Die Quantifizierung und die Aufteilung in Preise und Mengen sind Aufgaben, die Herkules und Sisyphus zu Ehren gereichen würden. Dennoch halten wir das Konzept und die Messung des nominalen und realen BIP für selbstverständlich.

### Begriffsbestimmungen und Abdeckung

Zunächst müssen wir eine Produktionsgrenze ziehen, beispielsweise durch den Ausschluss unbezahlter Aktivitäten. Daran erinnert das oft zitierte Beispiel: Wenn ein Arbeitgeber seine Haushälterin heiratet, sinkt das BIP.

Dann sind Doppelzählungen zu vermeiden. Zwischentransaktionen, bei denen der Output eines Unternehmens der Input eines anderen Unternehmens ist, müssen miteinander verrechnet werden.

Wie der Begriff Produktionsgrenze andeutet, werden viele nützliche Elemente nicht im BIP berücksichtigt, während einige Elemente im BIP nicht nützlich sind. Wir geniessen (oder ziehen Nutzen daraus, wie es im Fachjargon heisst) Familie, Gesundheit, saubere Luft, Freundschaften, Freizeit, Frieden, Gleichheit und Fairness, aber wir versuchen nicht, sie zu messen. Dagegen sind Aktivitäten, die unsere Umwelt belasten, Kohlendioxid ausstossen, Gesundheit und Sicherheit gefährden oder uns unglücklich machen, inbegriffen.

Das bedeutet, dass das BIP grundsätzlich als umfassender Massstab des wirtschaftlichen Wohlergehens nicht taugt. Immer mehr Wissenschaftler suchen nach ganzheitlicheren Alternativen, obwohl das, was nicht inbegriffen ist, oft kaum zu messen ist, denn nicht alles, was zählt, ist auch zählbar. Trotz der konzeptuellen Mängel korrelieren Änderungen des BIP wahrscheinlich mit der Entwicklung des Wohlstands.

Können wir hoffen, alle relevanten Elemente in einer grossen, dezentralisierten Marktwirtschaft zu erfassen, in der Unternehmen gegründet und liquidiert werden, Produkte und Verfahren sich weiterentwickeln und immer mehr Waren und Leistungen, die wir nutzen und schaffen, immateriell und digital sind?

Ein treffendes Beispiel ist der Unterschied zwischen E-Mail und Post: Wir können Briefe im Postamt zählen, aber E-Mails können wir nur indirekt verfolgen, etwa über die dadurch generierten Einkünfte, wobei wir diese Einkünfte erst einmal kennen müssen.

Die Statistiker bemühen sich redlich. In Grossbritannien betrachten sie das BIP aus drei Blickwinkeln: Einkünfte, Ausgaben und Output. Sie stützen sich auf Haushalts- und Unternehmensbefragungen, Steuererklärungen, Zollangaben, öffentliche Aufzeichnungen usw.

Fehler und Lücken sind unvermeidbar. Schon vor der digitalen Revolution nannten wir viele internationale Handelsströme zu Recht «unsichtbar». Dazu kommt dann noch die Schattenwirtschaft. Oft stehen explizite Ausgleichsposten in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung.

Nichts davon hält die Märkte davon ab, auf «Überraschungen» einer Fraktion eines Prozentpunkts zu reagieren, d.h. auf irreführend präzise Angaben zu einer Variablen, die noch dazu zum Teil erdacht ist.

Trotz internationaler Übereinkünfte und Anstrengungen weichen die nationalen statistischen Verfahren voneinander deutlich ab. Auch Vergleiche über längere Zeiträume erweisen sich als schwierig: Das BIP als Konzept stammt aus den 1930er-Jahren und wurde erst in der Nachkriegszeit breiter eingesetzt.

Im letzten Frühjahr schrumpfte das britische BIP um ein Fünftel. Der im internationalen Vergleich bemerkenswerte Rückgang kann darauf zurückzuführen sein, dass die britischen Statistiker den Output des Bildungswesens messen, indem sie zum Beispiel die unterrichteten Lernenden und nicht die Gehälter der Lehrkräfte berücksichtigen.

Können wir wirklich die jüngste Krise mit der Weltwirtschaftskrise vergleichen oder die heutigen Unternehmensgewinne mit Ergebnissen, die auf weniger strengen Rechnungslegungsgrundsätzen beruhen? Sind die Jahresüberschüsse von Unternehmen, die am Anfang des 20. Jahrhunderts das Anlagevermögen nicht abschrieben, eine ernst zu nehmende Vergleichsbasis?

### **Die Preis-Mengen-Kluft**

Noch schwieriger ist es, zwischen der Entwicklung von Preisen (Inflation) und Mengen (Output) zu unterscheiden, um zu messen, inwiefern unsere in Geld gemessenen Einkünfte sich in einem höheren realen Lebensstandard ausdrücken. Wie ist es möglich, eine Realwirtschaft zu identifizieren, deren Definition doch die Addition sehr unterschiedlicher Posten – Äpfel, Traktoren, Software-Lizenzen – voraussetzt? Wir können Zahlen nicht beliebig zusammenzählen oder gewichten.

Alein ihr Geldwert erlaubt es uns, sie zu addieren, wie wir es bei der Berechnung des BIP tun. Leider spiegeln Geldwerte sowohl Preise als auch Mengen wider. Das wiederum bedeutet, dass es weder eine preisunabhängige Realwirtschaft noch ein wirtschaftsweites mengenunabhängiges Preisniveau gibt.

Die Statistiker setzen auf ein Basisjahr bezogene und auf die laufende Periode bezogene Indizes ein, um die Änderungen der aggregierten Mengen und Preise zu messen. Erstere entsprechen unserer herkömmlichen Vorstellung von Änderung. Sie zeigen, wie sich Mengen oder Preise eines bestimmten Warenkorbs entwickeln. Ein auf das laufende Jahr bezogener Index nimmt jedoch die aktuelle relative Bedeutung und zeigt, wie sich Mengen und Preise entwickelt haben, um diesen Stand zu erreichen.

Zwei Indizes, einer für Mengen und einer für Preise, passen allerdings als Paar nur dann zum sich ändernden nominalen BIP, sofern einer davon auf ein Basisjahr und der andere auf das laufende Jahr bezogen ist. Was für Ort und Impuls der Heisenbergschen Teilchen gilt, gilt auch für Mengen- und Preisänderungen, die auf ein Basisjahr bezogen sind. Sie können für eine nominale BIP-Reihe nicht gleichzeitig bestimmt werden.

Ich sagte, es sei eine gute Frage.

Wir nehmen an, dass einzelne Preise und Mengen leicht messbar sind. Aber vermeintlich ähnliche Produkte unterscheiden sich oft durch Einzelheiten, während Listenpreise herabgesetzt werden können. Mit der Zeit wird es immer schwieriger, Gleiches mit Gleichem zu vergleichen. Ein Ford Escort Mark III war zuverlässiger und bequemer als ein Mark I. Auch der Preis war höher, aber welcher Teil entfiel auf die Teuerung und welcher auf eine reale Preisänderung?

Wie berücksichtigen wir die Tatsache, dass das heutige BIP und heutige Einkaufskörbe Waren enthalten, die wir uns vor einigen Jahrzehnten noch gar nicht vorstellen konnten. Welchen Produkten haben wir es zu verdanken, dass es uns jetzt sicher besser geht? Auch werden sie nicht immer so genutzt, wie die Hersteller es eigentlich erwarten. Können diese qualitativen Verlagerungen mit Zahlen eingefangen werden?

Statistiker machen geschickte hedonische Anpassungen. Produkte werden qualitätsbereinigt, damit höhere Preise nicht mit echten Fortschritten verwechselt werden. Dennoch bleiben immer Unklarheiten.

Erinnerungen mögen subjektiv sein, aber die Auswahl und die Qualität, die Konsumenten heute geboten werden, haben sich seit den 1970er-Jahren gewiss deutlich verbessert. Das nominale BIP hat diese Entwicklung nicht vollständig erfasst. Ein Teil der Preissteigerungen war vielleicht reales Wachstum.

Andere Wirtschaftsvariablen sind ebenfalls schwer zu definieren und zu messen. Ein Grossteil der jüngsten Debatten über Verschuldung beruht zum Beispiel auf Denkfaulheit. Über Geld sprechen wir lieber gar nicht.

Das ist nur einer der Gründe, warum Volkswirtschaft eigentlich keine Wissenschaft ist: Unsere Konzepte sind unscharf und unsere Messungen ungenau. Wir sollten der Präzision und langfristigen historischen Vergleichen mit grösserer Skepsis begegnen, als wir es bislang getan haben.

\*\*\*

Kommen wir zur Liste zurück:

1. Das schiere Ausmass des britischen BIP-Rückgangs im zweiten Quartal 2020 – und die darauffolgende Erholung – deutet auf unterschiedliche Messtechniken. Wir wissen, dass vor allem der Output des Bildungswesens unterschiedlich gemessen werden kann.
2. Die detaillierte Prüfung der britischen Statistik durch Professor Sir Charles Bean (und andere Wissenschaftler) weist auf eine Unterschätzung des digitalen Outputs hin. Andere Erklärungen – etwa Robert Gordons Ansicht, dass uns einfach die Ideen ausgehen – wirken weder plausibel noch messbar. Die operativen Margen der Unternehmen sprechen nicht für eine ausgeprägte Verlangsamung der Produktivität.
3. Es ist kaum zu glauben, dass der mittlere Lebensstandard der amerikanischen Haushalte in einem Zeitraum stagnierte, in dem Technologie und Auswahl so grosse Fortschritte erzielt haben (und in dem die Arbeitslosenquote bis 2020 gesunken ist). Bei näherem Hinsehen und nach einer Revision der Daten stellte sich heraus, dass die Entwicklung nicht so stark ins Stocken geriet, wie man ursprünglich annahm.
4. Die von wohlhabenderen Familien verzeichnete Inflation ist vielleicht höher als die Gesamtinflation, weil ihre Ausgaben auch stetig steigende Gebühren für Privatschulen umfassen, aber selbst die verzeichnete Gesamtinflation kann aufgrund der oben erwähnten Qualitätsänderungen zu hoch angesetzt sein. Hier besteht das Problem nicht darin, dass nicht genug erfasst wurde, sondern dass das Realwachstum irrtümlich der Teuerung zugeschrieben wurde.
5. Die Feststellung, dass die Bruttofinanzverbindlichkeiten hoch sind (und bereits vor COVID-19 waren), ist nicht hilfreich. Wesentlich sind die Verteilung und die Zinskosten der Schulden: Für die Bevölkerung als Gruppe gibt es keine Nettoschulden. Wir können auch nicht von künftigen Generationen Geld leihen. Finanzkrisen sind Krisen der kollektiven Liquidität, nicht der Solvenz. Hier handelt es sich um Definitionen und Interpretationen, nicht um Messprobleme.
6. In den Welthandelsdaten gibt es sicher viele Fehler und Lücken – die Gesamtbilanz ergibt nicht null – aber die Sparschwemme stellt ein weiteres konzeptuelles Problem dar. Im Nachhinein gemessen entsprechen die globalen Ersparnisse immer den globalen Investitionen. Im Vorhinein gesehen würde die Wirtschaft schrumpfen, wenn die Ersparnisse höher als die Investitionen wären. Leistungsbilanzüberschüsse spiegeln nicht immer das Verhalten wider, das wir ihnen zuschreiben.
7. Die heutigen KGV liegen höher als in den 1930ern, aber die heutigen Rechnungsprüfer würden den Grossteil der Gewinne aus den 1930er-Jahren ausgrenzen. Heute ist der börsennotierte Unternehmenssektor vielfältiger und weniger abhängig von Sachanlagen als der gestrige. Die Aktienkurse sind jedoch immer noch volatil.

*Kevin Gardiner – 17. März*

# 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



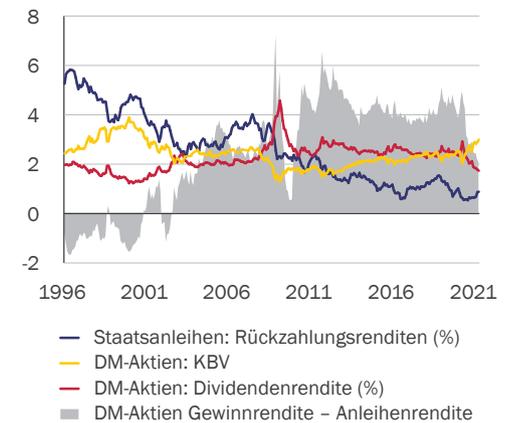
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	1.7	-3.2	17.0
10-J.-US-Gilt	0.8	-2.0	8.5
10-J.-Bundesanleihen	-0.3	-0.0	7.3
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.3	-0.2	2.5
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.1	0.4	0.5
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.1	3.1	14.0
Globale Anl.: Hochzins (USD)	4.7	29.7	17.2
EM (USD)	3.9	17.7	16.0

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	1.8	66.2	42.6
DM	1.7	66.6	44.4
EM	1.9	63.2	28.9
US	1.4	76.9	58.0
Eurozone	2.0	53.8	19.6
GB	3.6	31.0	6.1
Schweiz	2.8	28.8	36.5
Japan	1.9	59.4	25.6

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Wechselkurse

### Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	107	-9.1	5.0
Euro (EUR)	130	3.4	3.7
Yen (JPY)	91	-5.1	-0.0
Pfund (GBP)	81	8.7	3.2
Schweizer Franken (CHF)	164	-2.0	7.4
Chin. Yuan (CNY)	136	2.1	1.5

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	189	52.6	-3.2
Brent Rohöl (\$/b)	64.6	139.5	-6.2
Gold (\$/oz.)	1,741	16.1	31.2
Industriemetalle (1991 = 100)	313	59.1	17.9
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	18.9	-71.4	-19.1
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	67.6	-49.3	20.9

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per  
23. März 2021.

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

## Hinweise

Rothschild & Co Wealth Management bietet eine objektive langfristige Perspektive bei der Anlage, der Strukturierung und Wahrung von Kapitalanlagen, um das Vermögen unserer Kunden zu erhalten und zu steigern.

Wir bieten einigen der vermögendsten und erfolgreichsten Familien, Unternehmen und Stiftungen ein umfangreiches Leistungsspektrum.

In einem Umfeld, das häufig von einer kurzfristigen Sichtweise geprägt ist, unterscheiden wir uns mit unserer langfristigen Perspektive. Wir glauben, dass die Vermögenssicherung der richtige Ansatz bei der Vermögensverwaltung ist.

### Düsseldorf

Heinrich-Heine-Allee 12  
40213 Düsseldorf  
Deutschland  
+49 211 8632 17-0

### Frankfurt

Börsenstraße 2 – 4  
60313 Frankfurt am Main  
Deutschland  
+49 69 40 80 260

### Genf

Rue de la Corraterie 6  
1204 Genf  
Schweiz  
+41 22 818 59 00

### Guernsey

St Julian's Court  
St Julian's Avenue  
St Peter Port  
Guernsey, GY1 3BP  
Kanalinseln  
+44 1481 705194

### London

New Court  
St Swithin's Lane  
London EC4N 8AL  
Grossbritannien  
+44 20 7280 5000

### Mailand

Passaggio Centrale, 3  
Mailand 20123  
Italien  
+39 02 7244 31

### Manchester

82 King Street  
Manchester M2 4WQ  
Grossbritannien  
+44 161 827 3800

### Zürich

Zollikerstrasse 181  
8034 Zürich  
Schweiz  
+41 44 384 7111

## 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.