

# Marktausblick



## Von Massenarbeitslosigkeit zu Arbeitskräftemangel

Ausgabe 116 | September 2021

### 03 Jüngste Entwicklungen

Makroökonomisches Update

### 05 Leitzinsen

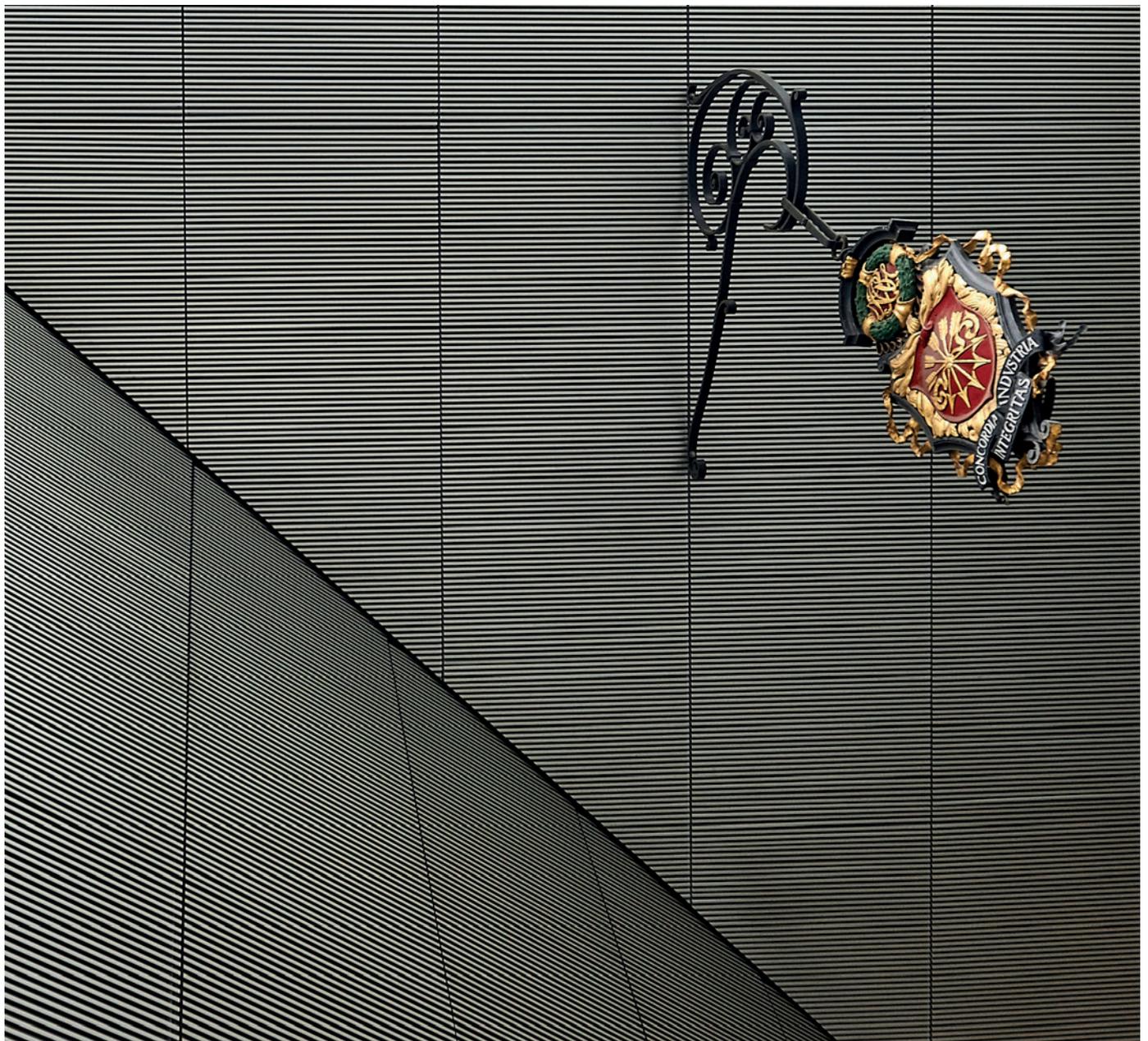
Überblick über das  
Zentralbankgeschehen

### 07 US-Aktienbewertungen

Teuer, aber schlagen sie  
die Inflation?

### 10 Steigende Frachtkosten

Nicht so vorübergehend?



## Von Massenarbeitslosigkeit zu Arbeitskräftemangel

Innerhalb von nur 18 Monaten hat sich die Angst vor einer Massenarbeitslosigkeit in Besorgnis über einen Arbeitskräftemangel gewandelt. Wir befinden uns nun in einer dieser regelmässig auftretenden Phasen, in denen die Ökonomen uns lautstark warnen, dass das von ihnen nicht vorhergesagte Wachstum sich verlangsamt.

Die Wachstumsverlangsamung muss kein Grund zur Besorgnis sein. Sie ist grösstenteils Ausdruck eines einfachen Rechenexempels (die grossen Wiedereröffnungen liegen hinter uns) sowie von Angebotsengpässen, die womöglich nicht von Dauer sein werden (in den USA gibt es reichlich Kapazitätsreserven), und steigenden COVID-19-Ansteckungsraten, die erneute Beschränkungsmaßnahmen zur Folge haben.

Letzteres könnte besorgniserregend sein, doch das letzte Jahr hat uns deutlich vor Augen geführt, dass Volkswirtschaften tatsächlich wieder wachsen können, wenn wir sie nur lassen. Viele Unternehmen passen sich zunehmend an die Arbeit auf Distanz an.

Die fiskalpolitische Unterstützung wird nun zwar zurückgefahren, wobei Grossbritannien ungewohnterweise vorangeht, aber die geldpolitische Normalisierung wird langsamer verlaufen. Im Moment dreht sich die Debatte immer noch darum, wann die Federal Reserve (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) ihre anhaltenden Liquiditätsspritzen verringern werden. Mit Ausnahme der Zinsschritte einiger weniger, idiosynkratisch handelnder Zentralbanken, meist in den Schwellenländern, scheinen die Leitzinsen tief unten verankert zu sein.

Selbst bei einer Wachstumsverlangsamung könnten die Unternehmensgewinne, die von den Analysten im Übrigen noch immer unterschätzt werden, in ihrem laufenden Wettrennen mit den Zinsen deshalb noch immer die Nase vorn haben. Sogar die konjunkturbereinigten KGVs könnten sich schneller als befürchtet «normalisieren».

Aktien haben sich bemerkenswert gut entwickelt. Einige kurzfristige Rückschläge könnten überfällig sein (schon wieder dieser Satz!). Doch selbst bei den aktuellen Kursen könnten Aktien die Inflation auf lange Sicht noch schlagen, sogar wenn – wie wir es für wahrscheinlich halten – der Inflationsdruck den «vorübergehenden» Anstieg im Frühjahr überdauert. Dieser Anstieg hat die annualisierte Fünfjahresrate der bevorzugten Kennzahl der Fed – weitgehend unbemerkt – nun wieder über das Ziel hinausgetrieben.

**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: September 2021.  
Stand der Daten. 31. August 2021.  
Quelle für Grafiken und Tabellen:  
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

## Jüngste Entwicklungen

Inflation und Wachstum verlangsamten sich, aber nicht in besorgniserregender Weise. Die Geldpolitik in den grösseren westlichen Volkswirtschaften wird sich in den kommenden Monaten wahrscheinlich (sehr) langsam normalisieren. Unterdessen erreichen die prognostizierten Unternehmensgewinne weiter neue Höchststände, die Verschärfung der Regulierung in China wurde möglicherweise zu stark hochgerechnet, und die Situation in Afghanistan ändert nur wenig.

### **Inflation und Wachstum**

Der unmittelbare Anstieg der US-Konsumentenpreise – die grösste «Inflationsüberraschung» der letzten Jahre – scheint sich wie erwartet abzuschwächen. Die annualisierte Rate der Kern-Konsumentenpreis-inflation lag im August bei 1%, nach durchschnittlich 8% in den drei Vormonaten. In den USA blieb das BIP-Wachstum im zweiten Quartal mit «nur» 6% hinter den Erwartungen zurück. Die COVID-19-Infektionen – und die Eindämmung – nahmen weltweit wieder zu. Damit verstärkten sich die Erwartungen einer erneuten Konjunkturverlangsamung.

Es ist jedoch noch viel zu früh, um Entwarnung in puncto Inflation zu geben und/oder von der nächsten Rezession zu sprechen.

Die «vorübergehende» Komponente der jüngsten KPI-Inflation war von Anfang an erkennbar, doch sie stellte sich als grösser als erwartet heraus und könnte sich auch noch als dauerhafter erweisen (die Produzentenpreise steigen immer noch). Selbst wenn sich die Rohstoffpreise stabilisieren und sich die Angebotsengpässe legen, bleibt die Aussicht auf einen erneuten, bescheideneren, aber länger anhaltenden Inflationsanstieg unseres Erachtens durchaus bestehen.

Das geringere Wachstum in den USA war grösstenteils auf einen weiteren Abbau der Lagerbestände zurückzuführen, da die Angebotsengpässe fortbestanden: Die Endnachfrage war robust, die Konsumausgaben erreichten annualisiert 12% und stiegen damit zum zweiten Mal in Folge im zweistelligen Bereich. Die Endnachfrage wird sich im zweiten Halbjahr sicherlich abschwächen, wie sich aus den Einzelhandelsumsätzen im Juli ablesen lässt. Ein Wiederaufbau der Lagerbestände könnte dem nun entgegenwirken und das Wachstum unterstützen.

Eine gewisse Verlangsamung des Wachstums ist unvermeidbar: Schliesslich kann die Wirtschaft nur einmal wiedereröffnet werden. Dass ein nachhaltiger Rückgang unter das Trendwachstum (d. h. unter 2–2,5%) zu erwarten ist, bezweifeln wir jedoch.

Im zweiten Quartal übertraf das Wachstum in der Eurozone und in Grossbritannien das der USA. Die Wirtschaft dieser Länder hatte im ersten Quartal pandemiebedingt einen Rückschlag erlitten, von dem sie sich erholte und die Erwartungen übertraf. Die britische Wirtschaft verzeichnete gar eine annualisierte Wachstumsrate von fast 20%. Damit setzte sie ihren idiosynkratischen Kurs fort und brachte einmal mehr das Office for Budgetary Responsibility in Verlegenheit, das mit seinen Prognosen das kurzfristige BIP erneut wesentlich zu tief ansetzte. Was die Erholung von der Pandemie insgesamt angeht, bleibt das europäische BIP dennoch hinter dem der USA zurück – ebenso wie die Inflation, bei der Überraschungen im Vergleich zu den KPI-Schocks in den USA eher gering waren.

Eine Verschärfung der Massnahmen zur Eindämmung von COVID-19 könnte in den USA und weltweit zu einer stärkeren Konjunkturverlangsamung oder sogar zu einem erneuten Umschwung führen. Die grossflächige Impfung scheint den Schaden, den die aktuelle Ansteckungswelle verursacht, jedoch zu mindern. Zudem passen sich Unternehmen und Arbeitskräfte zunehmend an die Arbeit auf Distanz an.

Wird ein pandemiebedingter Rückgang vermieden, dürfte sich die Lage am US-Arbeitsmarkt weiter anspannen, und bis Ende Jahr ist mit Vollbeschäftigung (oder zumindest annähernd) zu rechnen.

Wie bereits zuvor bemerkt, liegt die US-Produktion um 1% über dem Stand vor der Pandemie, die Beschäftigung ist jedoch um etwa 4% niedriger. Der wenig beachtete Anstieg der Pro-Kopf-Produktion erinnert daran, dass der Pessimismus in Bezug auf die Produktion in den letzten Jahren übertrieben gewesen sein könnte. Er ist einer der Faktoren, die für den Anstieg der Unternehmensgewinne im Jahr 2021 gesorgt haben (siehe unten). Der Anstieg wird jedoch voraussichtlich nachlassen, sobald sich die Einstellung der höheren Arbeitslosenunterstützung auf das Arbeitskräfteangebot niederschlägt. Im Zuge dessen wird die Arbeitslosigkeit weiter fallen. Die Lohnkosten dürften der Treiber für die von uns erwartete höhere Trendinflation sein.

### **Zinsen, Aktien und der Dollar**

Der jüngste Anstieg der US-Inflation hat bereits dazu geführt, dass die von der Fed bevorzugte Inflationskennzahl (der Deflator der Konsumausgaben), und nicht nur der KPI, auf einer annualisierten Fünfjahresbasis wieder über das Ziel von 2% gestiegen ist. Mit 2,1% liegt dieser Fünfjahresdurchschnitt

trotz seines Anstiegs deutlich unter dem Wert von 4,2% im Jahresvergleich im Juli 2021 und könnte somit auch dann noch über dem Zielwert bleiben, wenn sich der unmittelbare Anstieg abschwächt. Mit anderen Worten: Die «vorübergehende» Episode schlägt sich in einigen längerfristigen Trends nieder.

Für die Fed könnte dies ausreichen, um zu der Auffassung zu gelangen, dass «wesentliche weitere Fortschritte» in Richtung ihres Inflationsziels gemacht wurden, selbst unter Berücksichtigung ihrer kürzlich angekündigten Absicht (seit der Anpassung ihrer Geldpolitik im vergangenen Jahr), die Wirtschaft für einen unbestimmten Zeitraum heisslaufen zu lassen, bevor sie handelt. Die Fortschritte im Hinblick auf ein anderes Ziel der Fed, nämlich ein dauerhaft angespannter Arbeitsmarkt (für den es keine ausdrückliche Zielvorgabe gibt), waren weniger überzeugend. Wie bereits bemerkt, könnte sich dies jedoch bald ändern.

Infolgedessen halten wir es nach wie vor für wahrscheinlich, dass die Fed im Herbst eine Drosselung ihrer Anleihekäufe ankündigt (wie Fed-Chef Jerome Powell beim Symposium in Jackson Hole seit Veröffentlichung dieses Blogs bestätigte). Unserer Einschätzung nach wird sie auch den Fahrplan für die Anhebung der Leitzinsen verkürzen, wenngleich eine Erhöhung vor 2022 nach wie vor unwahrscheinlich ist (Vertreter der Fed und die Geldmärkte gehen von 2023 aus).

Auch die EZB steht kurz davor, ihre Anleihekäufe zu drosseln. Allerdings dürfte sie die letzte der drei grossen Zentralbanken des Westens sein, die ihre Leitzinsen anhebt. Die Bank of England hat bereits damit begonnen, ihr Anleihekaufprogramm zurückzufahren, als sie sich ihrer Höchstgrenze näherte. Anfang August deutete sie an, dass die Leitzinsen früher steigen könnten als zuvor erwartet (vielleicht wie bei der Fed 2022).

Aus unserer Sicht bedeutet all dies, dass – bei den aktuellen Bewertungen – im gegenwärtigen Anlageklima Aktien immer noch gegenüber Anleihen zu bevorzugen sind. Steigende Zinsen werden (irgendwann) beide belasten, und als riskantere Anlage dürften Aktien am unmittelbarsten von einer ersten Zinsanhebung betroffen sein. Letztendlich dürfte das anhaltende Wachstum aber die Unternehmensgewinne stützen (siehe unten) und Aktien gegenüber Anleihen begünstigen.

Die Geld- und Anleihenmärkte haben den Anstieg der US-Inflation weitgehend ignoriert. So sind die Renditen von Staatsanleihen und sogar die impliziten (Breakeven-)Inflationsraten gefallen. Wir halten die Renditekurve nach wie vor für fehlbewertet, da ihre negativen Renditen nicht die traditionellen risikofreien Renditen bieten, sondern eher das Gegenteil.

Nachdem wir schon vorzeitig insbesondere bei langlaufenden Anleihen lange Zeit wachsam waren, müssen wir anerkennen, dass ein anhaltender weltweiter Mangel an hochwertigen Anleihen und die fortgesetzten Ankäufe durch (einige) Zentralbanken und verbindlichkeitsorientierte Anleger noch länger für tiefe Renditen sorgen könnten, selbst wenn wir mit unseren wirtschaftlichen Einschätzungen richtig liegen. Das bedeutet jedoch noch keine Kaufempfehlung für Anleihen.

Die Devisenmärkte scheinen unsere Ansichten über die Zinsen eher zu teilen: So verzeichnete der US-Dollar im Sommer eine moderate Erholung. Diese könnte Ausdruck einer geringeren Risikobereitschaft sein, denn der Dollar kann als Zufluchtswährung fungieren. Allerdings konnten wir keinen umfassenderen Rückzug aus Risikoanlagen feststellen (die Indizes für US- und globale Aktien erreichten neue Hochs). Glücklicherweise sind wir nicht auf den Zug des allgemeinen Pessimismus im Hinblick auf den US-Dollar aufgesprungen, der sich seit Anfang des Jahres verstärkte. Ein langweiliges Vorgehen an den Devisenmärkten war die richtige Entscheidung.

### **Unternehmensgewinne**

Die Robustheit der Unternehmensgewinne ist wohl eines der am besten gehüteten Geheimnisse der COVID-19-Episode. In den USA mag das BIP-Wachstum im zweiten Quartal hinter den Erwartungen zurückgeblieben sein. Es war dennoch dramatisch und ging mit einem Anstieg der Arbeitsproduktivität einher. Die Unternehmensgewinne und Cashflows übertrafen die Erwartungen deutlich, was zu einer weiteren Welle von Aufwärtskorrekturen der Prognosen für 2021 und 2022 führte.

Die Konsensprognosen gehen nun davon aus, dass die operativen Erträge der Unternehmen im S&P 500 2021 um 63% steigen werden, nachdem sie 2020 um 22% gesunken waren. Damit würden sie den Stand von 2019 um 27% übertreffen – und bemerkenswerterweise etwa 5% über dem Stand liegen, der vor der Pandemie für 2021 erwartet worden war. Das ist nicht so abwegig, wie es klingt: Die Produktivität könnte (wie erwähnt) höher und die Zinskosten könnten niedriger ausfallen als damals erwartet.

Eine deutliche Verlangsamung des Gewinnwachstums scheint 2022 unvermeidlich zu sein, allerdings auf einem Niveau, das nun um rund ein Zehntel höher liegen dürfte als vor der Berichtssaison zu erwarten war.

Erneute Massnahmen zur Eindämmung von COVID-19 könnten diese Prognosen allerdings ausbremsen. Unterdessen stehen die laufenden Aufwärtskorrekturen der Gewinnschätzungen in krassem Gegensatz zu den Umständen, unter denen die Aktienbewertungen zuletzt hoch waren. Im

Jahr 2000 waren die Bewertungen wesentlich höher, aber die Gewinne standen kurz vor dem Kollaps. Angesichts des Ausmasses der Erholung im Jahr 2021 sind selbst konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnisse weniger beängstigend als sie sein könnten.

### Rückschlag in China

Im Sommer kam es zu einem weiteren Ausverkauf an den chinesischen Aktienmärkten, auf den wir weiter unten näher eingehen. Er ist durchaus begründet: Die chinesische Regierung hat ernsthafte Probleme mit dem Bildungs- und Technologiesektor, die beide bei ausländischen Anlegern beliebt sind. Es handelt sich jedoch um unterschiedliche Probleme, und wir glauben, dass viele Anleger daraus eine direkte Bedrohung für ausländische Investitionen per se ableiten, was wir für falsch halten.

Das Geschäftsmodell des Bildungssektors ist faktisch zusammengebrochen: Die chinesische Regierung, die immer noch einen Grossteil der Wirtschaft kontrolliert, wird nicht zulassen, dass das nationale Curriculum unterrichtet wird, um Profit damit zu machen. Die Bedrohung für die Geschäftsmodelle des Technologiesektors nimmt jedoch eher zu – und zwar auf eine Art und Weise, die westlichen Anlegern bekannt vorkommen dürfte, da die dortigen Regulierungsbehörden ebenfalls schon seit einiger Zeit in ähnlicher Weise versuchen, die Hybris ihrer Technologiegiganten zu bekämpfen.

Wir wissen nicht, was als nächstes geschehen wird. Allerdings ist die strategische Attraktivität von Investitionen in China – einschliesslich seiner Technologietitel – für ausländische Anleger unseres Erachtens weiterhin überzeugend, und die Bewertungen könnten jetzt zu tief sein.

### Afghanistan

Wir haben schon häufig festgestellt, dass selbst die beunruhigendsten geopolitischen und humanitären Entwicklungen in manchen Fällen kaum einen Einfluss auf Wirtschaft und Finanzen haben. Die betroffenen Menschen und Orte sind oft arm und machtlos, und die Märkte konzentrieren sich demgegenüber gleichgültig auf die globale Rentabilität und die Zinsen. Trotz einiger bedeutungsschwerer Kommentare zum «Gesamtbild» wird dies unserer Einschätzung nach auch bei Afghanistan der Fall sein.

Die afghanische Wirtschaft ist zu klein, um direkt etwas zu bewirken. Es ist klar ersichtlich, wie die Entwicklung in Afghanistan indirekt eine erneute Eskalation der internationalen Flüchtlingskrise auslösen könnte. Längerfristig könnte es zu einem erhöhten Terrorismusrisiko und vielleicht sogar zu einer Machtverschiebung im Hinblick auf den Einfluss der Supermächte führen. Die Europäische Union und die Partner der Eurozone werden sich vielleicht erneut uneinig darüber sein, wie eine allfällige zusätzliche Belastung am besten verteilt oder finanziert werden kann. Dabei ist Deutschland angesichts der bevorstehenden Wahlen kaum in der Lage, seine übliche Führungsrolle zu übernehmen. Der Euro hat sich etwas abgeschwächt, und die Spreads italienischer Anleihen haben sich ausgeweitet. Doch bisher gab es kaum Veränderungen. Die geografische Distanz stellt ebenso wie die Realpolitik einen Puffer dar.

Das «Grosse Spiel» hat heute mehr Akteure, und das Spielfeld hat sich verschoben und ist stärker fragmentiert. Vergleiche mit dem Fall von Saigon geben zwar journalistisch etwas her, bringen für eine Anlageanalyse aber wenig: Afghanistan ist nicht Vietnam, und das Inflationsrisiko stellt sich heute qualitativ anders dar als 1975.

Das bedeutet, dass die Misere des Landes leider anhalten könnte – zumindest solange die Geschehnisse und der Relativismus des Westens intakt bleiben.

*Kevin Gardiner – 25. August*



## Leitzinsen

Einige Zentralbanken in kleineren Nationen, meist Entwicklungsländern, haben begonnen, ihre Zinsen anzuheben. Die grün hervorgehobenen Zahlen in der nachstehenden Tabelle zeigen Zinsanhebungen an, gelb hervorgehobene Daten Zinsänderungen in diesem Jahr (im Fall Dänemarks eine Zinssenkung, keine Anhebung).

Den bisher bedeutendsten Zinsschritt ging Südkorea, das Ende August seine Zinsen um 25 Basispunkte anhub. Trotz seiner Einstufung (durch MSCI, aber nicht FTSE) als Schwellenland ist der diversifizierte südkoreanische Markt wohl einer der am weitesten entwickelten in Asien und so etwas wie ein Indikator für den Welthandel und den globalen Konjunkturzyklus.

Die Türkei hob dieses Jahr als erste Volkswirtschaft ihren Leitzins an (um 200 Basispunkte auf 19%). Bereits Ende letzten Jahres hatte sie ihn dreimal erhöht, aber (wie so oft) ist die Türkei angesichts ihrer Inflation im zweistelligen Bereich (fast 19% im Juli), ihrer schwachen Währung und des ständigen Wechsels der Zentralbankgouverneure so etwas wie ein Sonderfall.

Auch Brasilien und Mexiko haben ihre Zinsen erhöht – wenngleich sie vielleicht weniger symptomatisch für globale Trends sind als Südkorea.

Wir gehen davon aus, dass die Tabelle in den kommenden Monaten noch bunter werden wird.

### Einige kleinere Zentralbanken haben begonnen, die Zinsen anzuheben

Liste der Leitzinsen und Datum der Änderung

Land/Region	Aktueller Zinssatz	Vorheriger Zinssatz	Zinsänderung	Datum der Änderung
USA	0.25%	1.25%	-1.00%	März 2020
Grossbritannien	0.10%	0.25%	-0.15%	März 2020
Eurozone	0.00%	0.05%	-0.05%	März 2016
China	3.85%	4.05%	-0.20%	April 2020
Japan	-0.10%	0.10%	-0.20%	Februar 2016
Australien	0.10%	0.25%	-0.15%	November 2020
Kanada	0.25%	0.75%	-0.50%	März 2020
Chile	1.50%	0.75%	0.75%	März 2020
Brasilien	5.25%	4.25%	1.00%	Juni 2021
Tschechische Republik	0.75%	0.50%	0.25%	August 2021
Dänemark	-0.35%	0.05%	-0.40%	März 2021
Ungarn	1.50%	1.20%	0.30%	August 2021
Indien	4.00%	4.40%	-0.40%	Mai 2020
Indonesien	3.50%	3.75%	-0.25%	Juni 2016
Israel	0.10%	0.12%	-0.02%	April 2020
Malaysia	1.75%	2.00%	-0.25%	Juli 2020
Mexiko	4.50%	4.25%	0.25%	August 2021
Neuseeland	0.25%	1.00%	-0.75%	März 2020
Norwegen	0.00%	0.25%	-0.25%	Mai 2020
Polen	0.10%	0.50%	-0.40%	Mai 2020
Russland	6.75%	6.50%	0.25%	Juli 2021
Südafrika	3.50%	3.75%	-0.25%	Juli 2020
Südkorea	0.75%	0.50%	0.25%	August 2021
Singapur	5.25%	5.33%	-0.08%	
Schweden	0.00%	-0.25%	0.25%	Dezember 2019
Schweiz	-0.75%	-0.25%	-0.50%	Januar 2015
Thailand	0.50%	0.75%	-0.25%	Mai 2020
Türkei	19.00%	17.00%	2.00%	März 2021

Quelle: Bloomberg, Trading Economics, Rothschild & Co  
Hinweis: Einige Zentralbanken haben mehr als einen Leitzins. Wir haben die am meisten beachtetten Leitzinsen der EZB (Refinanzierungssatz) und Chinas (Leitzins für einjährige Kredite) ausgewählt. Stand per 10. September 2021.

Charlie Hines – 2. September

# US-Aktien: Bewertungen und Renditeaussichten

## Interpretation von CAPE-Bewertungen

Haben Sie sich schon einmal gefragt, warum die Marktteilnehmer sich über die Aktienmarktbewertungen so uneinig sind, obwohl sie von derselben Bewertungskennzahl ausgehen?(1)

Das konjunkturbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (Cyclically adjusted PE ratio, CAPE) soll die Beurteilung der Frage erleichtern, ob eine Aktie günstig oder teuer ist. Diese Kennzahl wird häufig verwendet. Doch selbst wenn dieselbe Zahl zugrunde gelegt wird, scheinen zwei Analysten immer noch mindestens zu drei verschiedenen Schlussfolgerungen zu gelangen.

CAPEs ersetzen die Gewinne der letzten zwölf Monate durch einen gleitenden Zehnjahresdurchschnitt. Durch die langfristige geglättete Kennzahl wird ein Grossteil der kurzfristigen Entwicklungen des Konjunkturzyklus ausgeglichen.

Die daraus resultierende Kennzahl kann nicht direkt mit einem herkömmlichen KGV verglichen werden. Wenn die Gewinne längerfristig wachsen, liegt ihr aktueller Stand in der Regel über ihrem gleitenden Zehnjahresdurchschnitt und ein anhand dieses gleitenden Durchschnitts berechnetes CAPE ist höher (um einen Betrag, der dem Trendgewinnwachstum über fünf Jahre entspricht). Stattdessen fokussieren wir auf das CAPE im Verhältnis zu seiner eigenen Entwicklung.

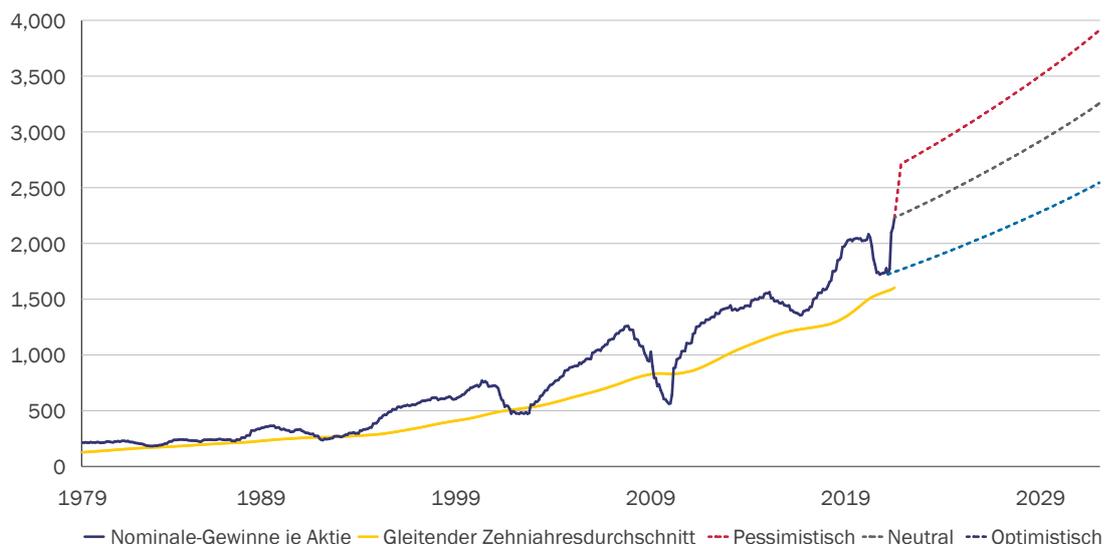
So weit, so gut – und so objektiv. Problematisch ist allerdings, dass die Interpretation eines gegebenen CAPE unweigerlich von unseren Zukunftserwartungen abhängig ist – insbesondere davon, wie sich dieser gleitende Zehnjahresdurchschnitt unserer Ansicht nach entwickeln wird.

Das hört sich nicht nach einem Problem an: Schliesslich wird sich der Zehnjahresdurchschnitt nur langsam verändern, oder etwa nicht? Nun ja – aber nach mehreren Jahren könnte selbst der sich langsam verändernde Zehnjahresdurchschnitt abhängig davon, welchem Kurs die Gewinne Ihrer Meinung nach folgen werden, sehr unterschiedlich ausfallen. Da die kurzfristigen Gewinne jetzt gerade besonders volatil sind, könnte es bei dem Kurs, den sie von hier aus einschlagen, dramatische Unterschiede geben.

Ein Pessimist beispielsweise, der keine nachhaltige Erholung von dem durch COVID-19 verursachten Rückschlag erwartet, könnte die zukünftigen Gewinne vom Tiefpunkt der realisierten Gewinne im März ableiten. Wer erwartet, dass sich die Gewinne weiter erholen, wie sie es bisher getan haben, könnte die zukünftigen Werte von den höheren Gewinnen im Juli ableiten. Ein Optimist (Realist?), der den kurzfristigen Anstieg der Gewinne als unvollständig ansieht, könnte von einem noch höheren Wert ausgehen.

## Die Ausgangsposition bewirkt einen gewaltigen Unterschied

Nominale US-Gewinne je Aktie (Index)



Quelle: MSCI, Datastream, Rothschild & Co.

Die Grafik stellt dar, wie sich die drei verschiedenen Ausgangspositionen im kommenden Jahrzehnt entwickeln könnten, wobei in jedem Fall die gleiche Trendwachstumsrate angenommen wird. Der Optimist geht davon aus, dass sich der gleitende Zehnjahresdurchschnitt gegenüber dem heutigen Stand in zehn Jahren verdoppeln wird. Der Pessimist hingegen würde lediglich einen Gewinn von 30% prognostizieren.

Da das CAPE (2) derzeit etwa 50% über seinem Zehnjahresdurchschnitt liegt, wird der Optimist davon ausgehen, dass sich die Bewertungen wieder «normalisieren» werden (oder niedriger werden: Der Zehnjahrestrend des CAPE kann in diesem Zeitraum durchaus weiter steigen). Der Pessimist wird glauben, dass sie hoch bleiben. Das vom Optimisten prognostizierte CAPE wird um ein Drittel niedriger liegen als das des Pessimisten. Dadurch entsteht ein Markt. All dies wird anhand der heutigen Aktienkurse berechnet.

Fazit? Die Unterscheidung zwischen Anlagesignal und kurzfristiger Entwicklung ist immer subjektiv. Nach unserer bisherigen Einschätzung werden sich die Gewinne kräftig erholen, und wir bezweifeln, dass die Erholung vollständig abgeschlossen ist. Wie 2009 haben viele Kommentatoren die Zahlen aus den Augen verloren. Wir bezweifeln allerdings auch, dass die zukünftige Entwicklung der Gewinne so reibungslos verlaufen wird wie in der Grafik dargestellt.

1. Dass Analysten sich über Aktienbewertungen uneinig sind, hat viele Gründe. Spielen die Zinsen eine Rolle? Wie steht es mit der Rentabilität (im Gegensatz zu den Gewinnen)? Können wir aus dem «Tobinschen Q» weitere Erkenntnisse ableiten? In diesem Beitrag betrachten wir nur einen der Gründe näher.
2. Das Verhältnis wird gemäss Robert Shiller, der das CAPE am stärksten bekannt gemacht hat, häufig inflationsbereinigt dargestellt. Die Profile ähneln sich häufig.

### Bewertungen und Renditeaussichten

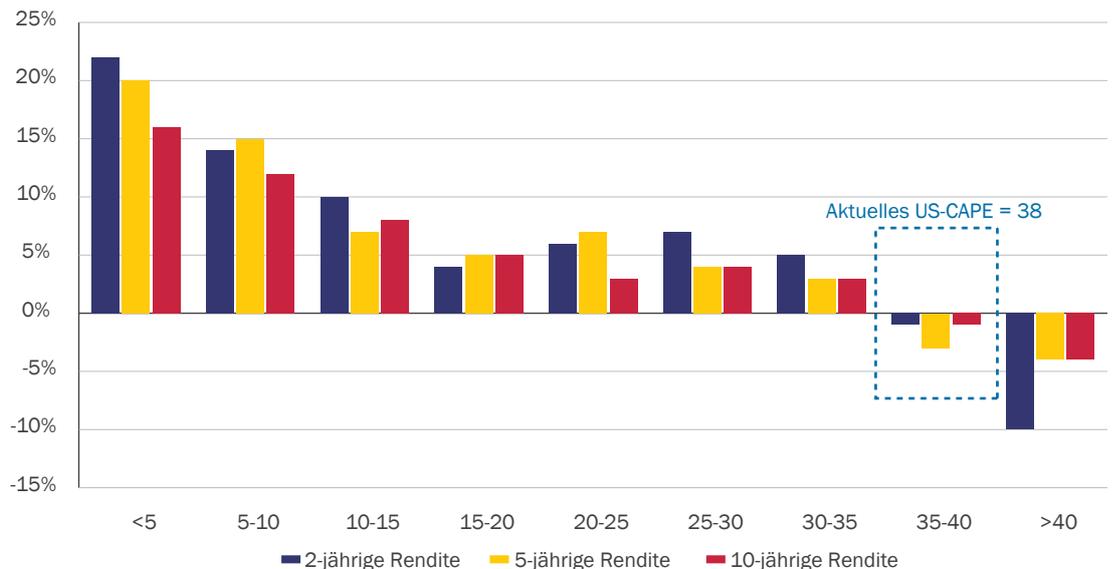
In den vergangenen 17 Monaten verdoppelten sich die US-Aktienkurse so schnell wie kaum jemals zuvor (nur bei der Erholung nach der Grossen Depression, als die Aktienkurse anfangs noch stärker eingebrochen waren, verdoppelten sie sich schneller). Dies ist sicherlich grösstenteils auf den positiven makroökonomischen Hintergrund zurückzuführen: die Wiedereröffnung der Wirtschaft, die steigende Produktivität und die tiefen Zinsen. An welchem Punkt aber sind diese objektiven Entwicklungen vollständig eskomptiert?

Das oben erörterte konjunkturbereinigte KGV (CAPE) – die von uns bevorzugte Bewertungskennzahl – ist so hoch wie zuletzt in den frühen 2000er Jahren, liegt in seinem 98. Perzentil und lediglich 15% unter seinem Hoch während der Dotcom-Blase. Doch wie erwähnt ist die Interpretation davon abhängig, wie man die Entwicklung der Gewinne (und Zinsen) sieht.

In der Vergangenheit waren so hohe Bewertungen ein schwieriger Ausgangspunkt für Aktienrenditen – die Märkte sind nicht oft an diesen Punkt gelangt, aber wenn, dann waren die Renditen anschliessend tief:

### Anschliessende Renditen ausgehend von derzeitigen Bewertungen waren in der Vergangenheit tief

Durchschnittliche künftige US-Aktienrenditen («real», annualisiert) ausgehend von der Anfangsbewertung des CAPE



### Wie besorgt sollten wir sein?

Die Möglichkeit eines kurzfristigen Rückschlags erscheint nach einer solchen Entwicklung höher. Allerdings wissen wir, dass es nur selten zu rein bewertungsbedingten Ausverkäufen kommt und es schwierig ist, an den Märkten genau das richtige Timing zu treffen. Ein Anleger witzelte einmal: «Das einzige Problem mit Market-Timing ist, das richtige Timing zu finden.»

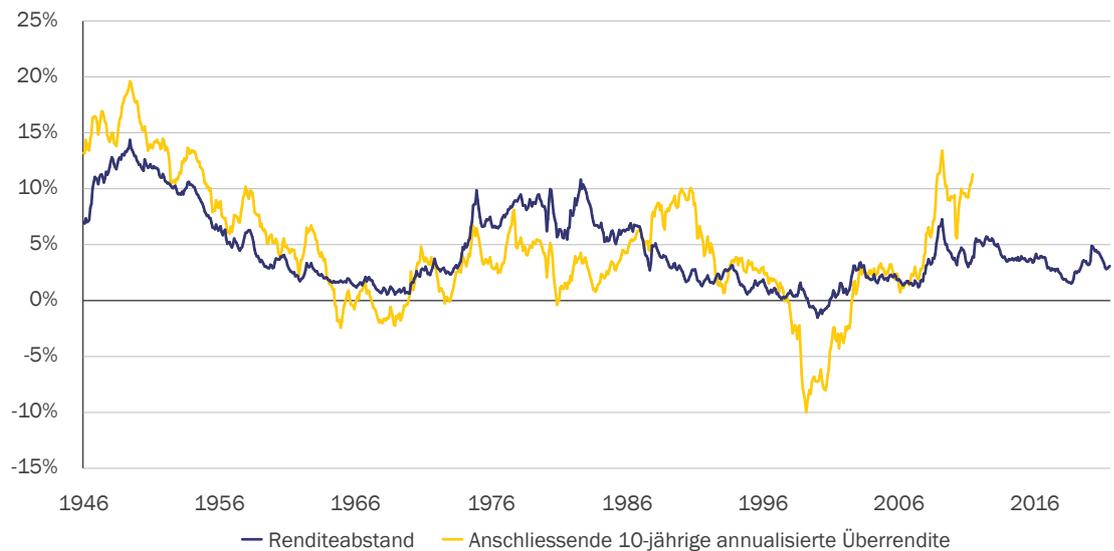
Wir halten ein konstruktives Ergebnis für die Aktienrenditen in den nächsten zehn Jahren – in dem Zeitraum, für den wir solche Renditen prognostizieren – nach wie vor für plausibel. Wie bereits erwähnt, könnten die derzeitigen bemerkenswerten Aufwärtskorrekturen der Gewinnprognosen noch zu einer rascheren Normalisierung dieser hohen Bewertungen führen. Da Dividenden – und ihr Wachstum – Bestandteil der Gesamrenditen von Aktien sind, könnten diese Gesamrenditen positiv ausfallen – und zwar positiv genug, um die Inflation zu schlagen, selbst wenn die Bewertungen fallen. Dividenden werden aus den Gewinnen ausgeschüttet, bleiben aber derzeit hinter diesen zurück. Dies deutet darauf hin, dass ein grösserer Aufholprozess bevorsteht.

Die Anleiherenditen sind unterdessen sogar noch tiefer als die konjunkturbereinigten Aktienrenditen. Auch hier ist eine gewisse Normalisierung der Bewertungen wahrscheinlich, sodass die Möglichkeit besteht, dass die voraussichtlichen Gesamrenditen von Anleihen nominal negativ sein könnten. Damit würden sie deutlich unter der Inflation liegen – und die voraussichtliche relative Rendite von Aktien wäre vergleichsweise attraktiver.

Der Renditeabstand zwischen Aktien und Anleihen wird häufig als Anhaltspunkt für die voraussichtliche annualisierte Überrendite (oft irreführend als «Risikoprämie» bezeichnet) verwendet, die Aktien in Zukunft gegenüber Anleihen erzielen werden. Die Beziehung ist zwar bei weitem nicht stabil, aber aus der Nachkriegszeit lassen sich einige Erklärungen ableiten (in der Grafik werden die konjunkturbereinigten Gewinnrenditen statt der Dividendenrendite verwendet):

### Die relativen Renditen begünstigen nach wie vor Aktien

Renditeabstand zwischen CAPE-Gewinnrendite und Rendite 10-jähriger Staatsanleihen (in %)



Quelle: Shiller, Bloomberg, Rothschild & Co  
Der Renditeabstand entspricht der «realen» zehnjährigen US-Rendite (basierend auf der durchschnittlichen Inflation der letzten zehn Jahre) abzüglich der CAPE-Gewinnrendite.

Wir prognostizieren die relativen Renditen auf andere Weise: Wie bereits bemerkt, versuchen wir, wahrscheinliche Veränderungen bei diesen Renditen im Zuge der Normalisierung der Bewertungen frühzeitig zu erkennen. Momentan aber entspricht der aktuelle Renditeabstand – knapp über 3% – dem langfristigen Durchschnitt und deutet zumindest darauf hin, dass die relativen Aktienbewertungen unter dem Gesichtspunkt der aktuellen Zinsen und Anleiherenditen alles andere als bedrohlich sind.

### Fazit

Für sich gesehen sind die Aktienmärkte unbestreitbar teuer. Wie bereits erwähnt, könnte eine Normalisierung jedoch schneller – und sicherer – eintreten, als viele erwarten. Die Gesamrenditen könnten von ihrem aktuellen Niveau aus immer noch die Inflation schlagen und die Renditen von Anleihen deutlich übertreffen.

Unterdessen sind wir bei den CAPE-Bewertungen noch nicht bei dem Allzeithoch während der Dotcom-Blase im Jahr 2000 angelangt – als die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen nahe an 7% lagen, verglichen mit derzeit 1,3%.

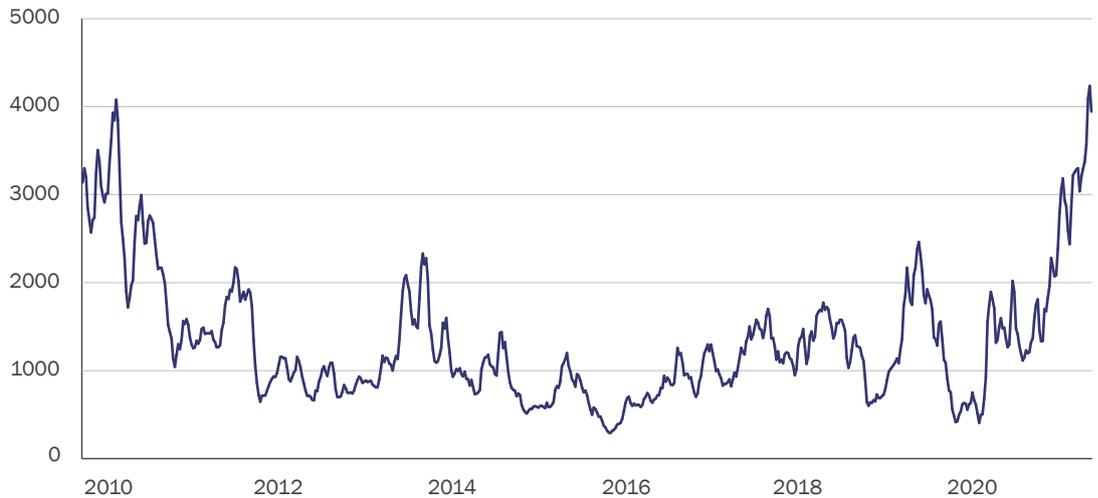
Kevin Gardiner/Victor Balfour – 26. August/3. September

## Steigende Frachtkosten

Wie viel kostet der Transport eines 40-Fuss-Frachtcontainers? Das entspricht dem Raum, der für 400 Matratzen oder – deutlich ineffizienter – für vier Mittelklassewagen notwendig ist. Heute kostet der Transport im Durchschnitt fast 10'000 US-Dollar – mehr als das Fünffache des Betrags vor der Pandemie. Der ständig schwankende Baltic Dry Index (BDI), eine viel beachtete Kennzahl für Frachtkosten, dem häufig auch Aussagekraft für alle möglichen anderen Faktoren beigemessen wird, erreichte vor Kurzem seinen höchsten Stand seit über zehn Jahren.

### Frachtkosten auf höchstem Stand seit über zehn Jahren

Wöchentliche Preisdaten des Baltic Dry Index



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co.

Der BDI ist kein überzeugender wirtschaftlicher Frühindikator: In den zehn Jahren bis Ende 2020 bewegten sich der Index und das weltweite Handelsvolumen in entgegengesetzte Richtungen (der Index ging um zwei Fünftel zurück, während das Volumen um zwei Fünftel stieg). Er veranschaulicht jedoch die erkennbar steigenden Kosten für die Frachtkapazitäten von Massenguttransporten.

Die jüngste Entwicklung ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen: erneute COVID-19-Ausbrüche, Saisonabhängigkeit, laufende Engpässe in der Lieferkette und Arbeitskräftemangel. Die Hafenerüberlastung hat einen historischen Höchststand erreicht, insbesondere in den USA, wo viele Schiffe gezwungen sind, untätig vor Anker zu liegen, bis ein Landeplatz verfügbar wird. In einigen Häfen hat sich die durchschnittliche Zeit zum Entladen von US-Fracht im vergangenen Jahr auf beinahe acht Tage verdoppelt.

Weitere Engpässe sind in den Lagern und im Strassengüterverkehr erkennbar, wo eine immer grössere Knappheit an Lastwagenfahrern herrscht (wobei der Mangel in Grossbritannien durch den Brexit noch verstärkt wird). Infolgedessen stehen viele auf dem «Just-in-time»-Prinzip basierende Lieferketten, die bereits aufgrund der niedrigen Lagerbestände unter Druck geraten sind, kurz vor dem Zusammenbruch.

Für die globale Schifffahrtsbranche, die einige schwierige Jahre hinter sich hat, ist dies eine recht bemerkenswerte Entwicklung. Handelskriege, ein chronisches Überangebot (eine Altlast des Schiffbaubooms der 2000er Jahre) und eine strengere Regulierung in Bezug auf die umweltschädlichsten Schiffe haben ein schwieriges Umfeld für den Seeverkehr geschaffen und die Charraten unter Druck gebracht. Der Zukunft sehen die Spediteure optimistischer entgegen: Nach Angaben der WTO wird das weltweite Handelsvolumen dieses Jahr voraussichtlich um 8% zunehmen.

Was für die Reeder gut sein mag, ist für Unternehmen und Konsumenten jedoch schwieriger, denn sie werden die Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne und/oder die höhere Inflation zu spüren bekommen.

Es gibt einige Anzeichen dafür, dass manche Unternehmen diese Kosten einfach absorbieren, vielleicht dort, wo die Preissetzungsmacht am schwächsten ist. Am stärksten betroffen ist jedoch die Rohstoffindustrie – Energie, Holz und landwirtschaftliche Erzeugnisse. In diesen Branchen machen

die steigenden Fracht- und Transportkosten einen grossen Teil der Gesamtkosten aus. Der Anstieg der Produzentenpreisindizes – und in geringerem Masse auch der Komponente der «Waren» im US-Konsumentenpreisindex, der im Juli um 8,4% gegenüber dem Vorjahr stieg – deutet darauf hin, dass viele Unternehmen diese Kosten weitergeben.

Einer der Gründe, aus denen der BDI nicht immer mit der Weltwirtschaft korreliert, besteht darin, dass bei anhaltend hohen Preisen mehr Schiffe gebaut werden, was schliesslich die Preise wieder nach unten zieht. Das kann jedoch ein Jahr oder noch länger dauern. Zudem ist zu beachten, dass die relative Bedeutung der Transportkosten je nach Branche und Region sehr unterschiedlich ist – von bis zu einem Viertel (als prozentualer Anteil des Umsatzes) für die Rohstoffindustrie bis hin zu Prozentsätzen im tiefen einstelligen Bereich. Vorerst jedenfalls scheint es unwahrscheinlich, dass diese Komponente der Inflation rasch nachlassen wird.

*Victor Balfour – 8. September*

# Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

## Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

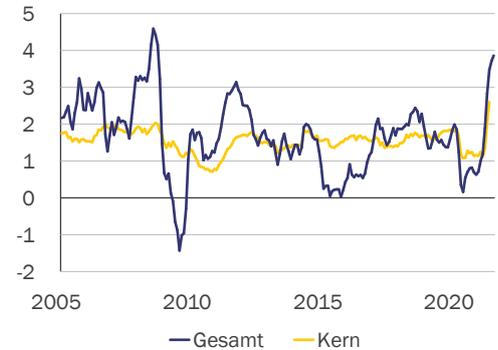
### Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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



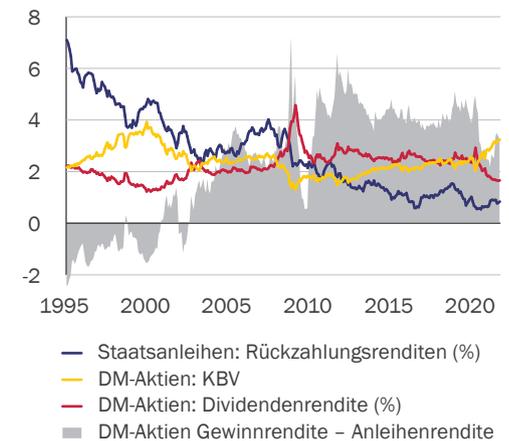
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

## 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	1.3	-3.2	20.4
10-J.-US-Gilt	0.7	-3.0	9.0
10-J.-Bundesanleihen	-0.3	-1.1	5.8
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.3	-1.2	1.5
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.0	0.4	1.5
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	1.1	0.3	15.2
Globale Anl.: Hochzins (USD)	4.3	9.2	22.2
EM (USD)	3.9	3.6	22.7

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	1.7	33.5	51.6
DM	1.7	35.5	53.6
EM	2.2	20.7	37.9
US	1.3	38.3	66.6
Eurozone	2.1	32.6	32.4
GB	4.3	24.0	7.1
Schweiz	2.5	21.4	46.2
Japan	1.9	32.1	35.2

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Ausgewählte Wechselkurse

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

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	106.7	-3.0	-1.3
Euro (EUR)	129.4	-1.6	1.4
Yen (JPY)	89.6	-6.5	-1.6
Pfund (GBP)	81.4	4.5	5.2
Schweizer Franken (CHF)	165.4	-1.7	3.6
Chin. Yuan (CNY)	138.4	5.3	5.5

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

## Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	219.3	50.2	15.2
Brent Rohöl (\$/b)	72.6	82.5	-5.5
Gold (\$/oz.)	1,789.3	-7.4	49.5
Industriemetalle (1991 = 100)	348.2	39.2	46.0
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	18.0	-42.9	20.7
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	57.0	12.5	15.4

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per  
31. August 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  
Kanarinseln  
+44 1481 705194

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

**Madrid**  
Paseo de la Castellana 40 Bis  
28046 Madrid  
Spanien  
+34 91 171 3661

**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.