



Davids und Goliaths

Ausgabe 111 | Februar 2021

02 Vorwort

Davids und Goliaths

06 Bitcoin als Anlage?

Es geht hoch, weil es hochgegangen ist

03 Pandemie-Update

Zwei Schritte vor, ein Schritt zurück

08 Hangover bei Unternehmensanleihen?

Tiefe potenzielle Renditen, keine Krise

04 Sind Aktien in einer Blase gefangen?

Anzeichen von Bläschen – keine Manie

11 Optimismus – oder Realismus?

Die Zukunft ist immer ungewiss



Vorwort: Davids und Goliaths

Einige finanzielle Gesprächsthemen sind reine Zeitverschwendung. Die Quantitätstheorie des Geldes; die demografische Zeitbombe; «österreichische» Theorien zu Zinssätzen; Tobinsches Q – und unsere Besessenheit mit Marktflüssen.

Niemand weiss genau, wer Aktien kauft und warum. Der Streubesitz des Marktes ist bezogen auf einzelne Akteure gross, und die Flusdaten sind dürftig, verspätet und oft firmeneigen (d. h. möglicherweise widersprüchlich).

Beim Anleihenmarkt ist dies anders: Er ist geprägt von grossen Auftragskäufern (verbindlichkeitsgetriebene Anleger und Notenbanken). Noch müssen wir abwarten, was geschehen wird, wenn sich die Wirtschaft gegen diese Grosskäufer bewegt – wir denken, dass ihre kombinierten Bestände die Renditen nicht dauerhaft tief halten werden. Aber sie haben bisher einen klaren Einfluss auf die Anleihenurse ausgeübt.

Es gibt also nicht viel Nutzbringendes zu den Trickereien rund um einen US-amerikanischen Game-Einzelhändler und zu Leerverkäufen von Hedgefonds zu sagen. Gewiss, Aktien sind teuer und der Markt hat in letzter Zeit ein paar schwächere Tage verzeichnet, aber wir wären überrascht, wenn über die Zukunft der S&P 500 in Einzelhändler-Chatrooms entschieden würde.

Wir sollten den schnell wechselnden menschlichen Interessen widerstehen. Leerverkäufer gewinnen keine Auszeichnungen für Beliebtheit: Sie bringen Liquidität ins Spiel, aber auch ein gewisses moralisches Risiko. Nur: wer geniesst nicht doch ein wenig die Vorstellung des kleinen Mannes, der dem grossen endlich eins auswischt? Aber dieses Bild könnte etwas aufgehübscht sein, und was für den einen nach finanzieller Revolution klingt, ist für den anderen ein verstecktes Gruppeninvestment.

Wir hoffen, dass die kleinen Männer das brennende Haus genauso rasch wieder verlassen konnten, wie sie es betreten hatten. Wir befürchten jedoch, dass diese Episode in (vielen kleinen) Tränen enden wird.

Der breite Aktienmarkt ist kaum immun gegen Mitläufer, Blasen – und zerplatzte Blasen. Wir sind jedoch der Ansicht, dass die Durchschnittsbewertungen zwar hoch, aber nicht haarsträubend hoch sind, insbesondere wenn sich Gewinne wieder (noch) stärker erholen, als wir es bis jetzt erahnen.

Diese Aussicht wird immer wahrscheinlicher, trotz zweiter Welle – und neuer Virusvarianten. Die von den offiziellen Behörden düster gezeichneten Prognosen, die von den Nachrichtenfabriken mit Gusto aufgenommen und verbreitet werden, decken sich nicht mit den jüngsten Daten. In den USA lassen Konjunkturumfragen nicht etwa auf einen Rückgang im ersten Quartal schliessen, sondern auf ein starkes Wachstum. Das US-BIP könnte bis Mitte Jahr durchaus wieder auf dem Vorkrisenniveau zu liegen kommen.

Deshalb sind wir der Ansicht, dass das Hauptrisiko für die Aktienmärkte nicht in den Chatrooms oder einem erneuten Abschwung liegt, sondern in einem möglichen Umdenken hinsichtlich der Zinssätze. Falls die Gewinne, wenn dies geschieht, kräftig zulegen, könnten die aktuellen Bewertungen bald die neue Regel sein.

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: Februar 2021.
Stand der Daten: 4. Februar 2021.
Quelle für Grafiken und Tabellen:
Rothschild & Co und Bloomberg, sofern nicht anders angegeben.

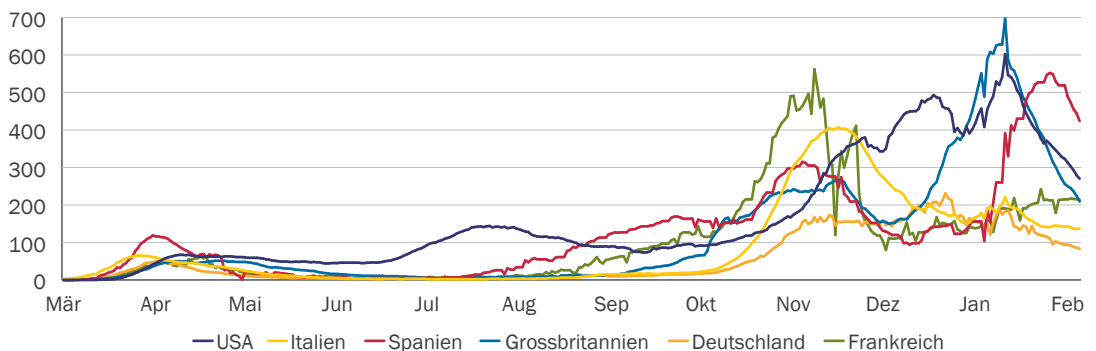
Pandemie-Update

Die weltweit bestätigten Fälle haben die 106-Millionen-Marke überschritten, während rund 2.3 Millionen Todesfälle zu verzeichnen sind. Nachdem erneute Lockdowns und eine erneute Homeoffice-Pflicht die Ausbreitung des Virus zu bremsen scheinen, zeichnet sich in Ländern wie dem Vereinigten Königreich, den USA, Deutschland, Italien und jetzt auch Spanien ein Rückgang der Neuinfektionen ab. Der wohl offensichtlichste Sonderfall scheint Frankreich zu sein.

Bei den Todesfällen hat das Vereinigte Königreich die 110'000-Marke überschritten. In Bezug auf seine Bevölkerung war dieses Land zeitweise das Land mit der höchsten Todesfallrate weltweit.

Abbildung 1: Infektionsraten sind leicht rückläufig

Wöchentliche Veränderungen der Anzahl Fälle, je 100'000 Einwohnern



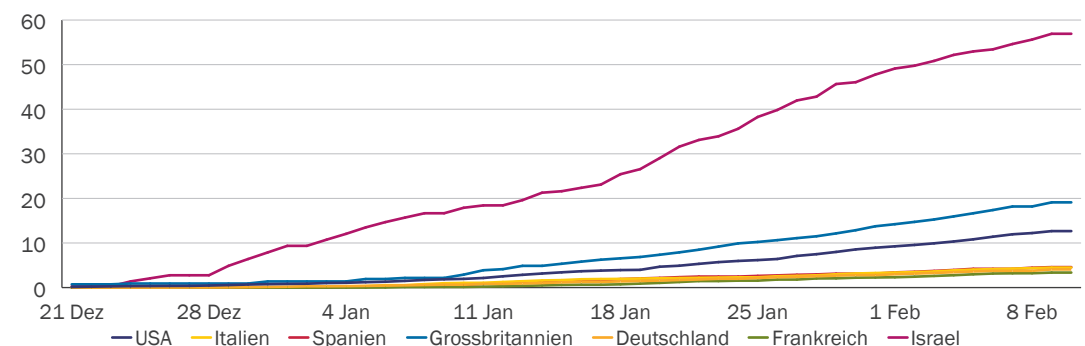
Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Über 134 Millionen Impfdosen sind in 66 Ländern bereits verabreicht worden und diese Zahl steigt täglich kräftig an. Noch wird erst in ein paar wenigen Industrieländern am häufigsten geimpft. In den USA sind bisher 41.2 Millionen Dosen verabreicht worden, was weltweit hinter China die höchste Anzahl ist. In Bezug auf die Bevölkerung jedoch hat das Vereinigte Königreich mehr Impfungen durchgeführt als die USA. Hier sind knapp 18% der Bevölkerung einmal geimpft worden, verglichen mit 12% in den USA. Bei den Impfungen liegt das Vereinigte Königreich somit hinter Israel und den VAE (56% bzw. 34%) auf Platz drei. Die Impfkampagnen in Europa sind sehr langsam angelaufen, nicht nur aufgrund von Lieferengpässen bei den Herstellern (wie dies oft angegeben wird), sondern wohl eher wegen viel Bürokratie und strenger Zulassungsverfahren – der Impfstoff von AstraZeneca wurde erst kürzlich zugelassen – und weitere Probleme rund um die Impfstofflieferungen könnten die allgemeine Frustration noch verlängern.

Abbildung 2: Beschleunigung der Impfstoffverteilung

Total Impfungen pro 100 Personen



Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Angesichts der vielen Variablen – unter anderem unterschiedliche Wirksamkeiten, Virusmutationen und mögliche Lieferengpässe – scheint es angebracht, nicht alle Hoffnung auf Impfstoffe und ihre Verteilung zu setzen. Anpassung und Verträglichkeit könnten längerfristig eine wichtige Rolle spielen,

selbst wenn mehr Menschen geimpft werden. Die Ansteckungsdaten deuten weiterhin darauf, dass das Abstandhalten hilft, und es scheint vernünftig zu erwarten, dass die Entwicklung hin zur «Normalität» noch eine ganze Weile auf Ausprobieren und einem Zwei-Schritte-vor-ein-Schritt-zurück-Vorgehen beruhen wird.

Charlie Hines – aktualisiert per 9. Februar



5 Minuten
Lesezeit

Sind Aktien in einer Blase gefangen?

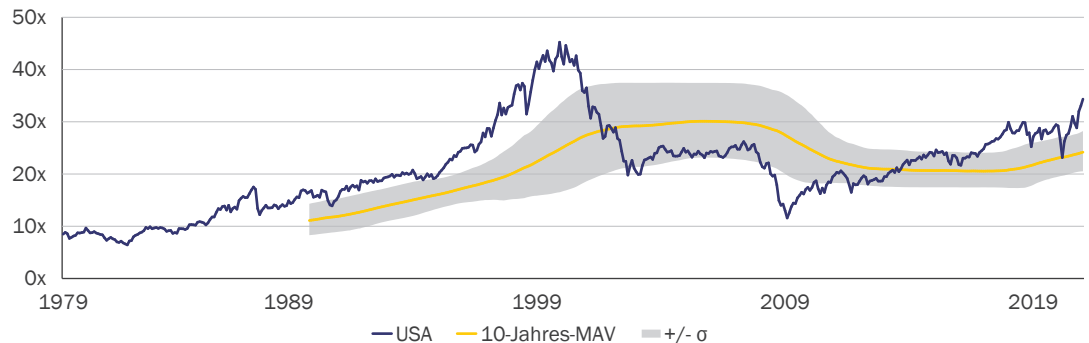
Nach einem weiteren Plus im vierten Quartal gab es im US-Aktienmarkt viele Anzeichen einer Schaumbildung: Ein paar dramatische Bewegungen bei hochkarätigen Aktien, lebhafte IPO-Märkte, «überkaufte» Momentum-Indikatoren und einige klassische Kontraindikatoren. Immer mehr ist von einer «Blase» die Rede.

Bei den meisten Messgrößen sind US-Aktien jetzt bezogen auf ihre Geschichte deutlich teuer. Ausnahmen bilden jene Messgrößen, die Aktien mit Zinssätzen und Anleiherenditen vergleichen – die ihrerseits auf einem historischen Tief verharren.

Bis heute haben wir Bewertungen als orange Ampeln für Asset-Allokatoren, die einen Top-down-Ansatz bei den Anlagen verfolgen, angesehen: Wir betrachteten sie als hoch, aber nicht ausgefallen oder untragbar hoch. Abbildung 1 zeigt unsere bevorzugte Messgröße – ein zyklisch bereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE), das kurzfristige Gewinnfluktuationen durch Anwendung eines 10-jährigen gleitenden Durchschnitts glättet. Ihr Aufstieg war grösstenteils weniger dramatisch als die «Dotcom-Blase» von 2000, und ihr Niveau – sowie ihre Abweichung vom Trend – ist immer noch weit weniger ausgeprägt als damals.

Abbildung 1: Zyklisch bereinigtes KGV: USA

Unsere bevorzugte Messgröße für Aktienbewertungen glättet kurzfristige Gewinnfluktuationen



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

«Blase» ist ein überstrapazierter Begriff und suggeriert einen drohenden dauernden Verlust von beinahe dem gesamten Kapital der Anleger nach einem schwindelerregenden und exponentiellen Wachstumsschub. Wir sind nicht der Ansicht, dass das in der Grafik dargestellte Profil eine solche Blase aufzeigt. Wir sind jedoch sehr wohl der Ansicht, dass sich die Bewertungen längerfristig normalisieren werden, weshalb die Renditen aus Aktien, die wir glaubhaft erwarten können, sich im unteren Bereich des Bandes bewegen werden, also da, wo sie in diesem letzten Jahrzehnt auch hätten sein sollen (wie wir dies im Dezember anmerkten). Wir denken aber, dass sie immer noch positiv und höher als eine wahrscheinliche Inflation sind.

Weitere Messgrößen sind in der Tabelle dargestellt. Einige sind durch die kürzliche, vermutlich vorübergehende Gewinnschwäche verstärkt worden. Nachdem die Gewinnerwartungen zurückgegangen sind, könnte selbst ein hoher Forward-PE heute weniger bedeutungsvoll als im Jahr 2000 sein, als die Gewinne und die Gewinnprognosen erst ihren drohenden Rückgang registrieren mussten. Und falls die kürzlichen Wirtschaftsdaten verlässlich sind, besteht eine Chance, dass die Gewinne in den USA sich stärker erholen werden, als dies von den Analysten zurzeit erwartet wird.

Abbildung 2: Ausgewählte Bewertungskennzahlen

US-Bewertungskennzahlen per 12. Januar 2020

	Dotcom (Mär '00)	GFC (Okt '07)	-1-j	HEUTE	20-j. Ø	HEUTE Rel%	Z-Score
Früherer PE	27.0	17.1	18.8	23.7	16.8	41%	2.3
Forward-PE	25.7	15.7	18.6	23.2	15.7	48%	2.9
CAPE	45.3	25.3	27.8	33.1	24.2	37%	2.1
PB	5.4	3.0	3.6	4.4	2.8	56%	3.1
Dividendenrendite ●	1.1%	1.7%	1.8%	1.5%	1.9%	30%	1.3
FCF-Yield ●	2.8%	1.0%	4.5%	3.8%	5.4%	40%	0.8
EV/EBITDA	14.5	11.2	14.1	19.3	11.4	69%	3.9
Aktienmarkt % BIP	93%	100%	110%	168%	97%	73%	
Fed-Modell*	-2.4%	1.2%	3.5%	3.1%	2.4%	-22%	

● bezeichnet eine inverse Bewertung (d. h. tief = teuer)

* Fed-Modell: Frühere Gewinnrendite minus 10j-Treasury-Rendite

Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Selbst wenn Bewertungen überzogener wären, könnten sie noch eine Weile so bleiben. Keynes merkte an, dass «es nichts Gefährlicheres gibt als das Verfolgen einer rationalen Anlagepolitik in einer irrationalen Welt», und Bewertungen sind selten die Hauptursache für eine Umkehr des Marktes: Sie sind bekanntermassen als Markt-Timing-Tool schlecht geeignet.

So lagen US-Aktienbewertungen denn auch die meiste Zeit in den letzten sieben Jahren im «teuren» Bereich: Unser CAPE lag fast die ganze Zeit über mehr als ein Sigma über seinem Trend. In dieser Zeit stieg der US-Markt um gut 140% (13% annualisiert).

Und obwohl der jetzige Multiplikator (33x) am höchsten über seinem Trend (24x) seit den frühen Nullerjahren steht, liegen wir, wie schon angemerkt, immer noch einiges unter der berauschenden Dotcom-Episode (sowohl absolut als auch relativ). Diese tiefen Zinsniveaus werden nicht über Nacht verschwinden und – wie die Tabelle in Abbildung 2 andeutet – sind sie auch nicht voll eingepreist (Aktien scheinen auf dieser Basis positiv billig und nicht bloss weniger teuer zu sein).

In nächster Zeit ist ein kurzfristiges Risiko für kurzfristig zu erzielende Gewinne unausweichlich: Viele gute (oder bessere) Nachrichten sind eingepreist und Barbestände befinden sich gemäss der jüngsten Bank of America Fund Manager Survey auf ihrem tiefsten Stand seit 2016.

Wir versuchen, offen zu bleiben: Das letzte Jahrzehnt war den dogmatischeren Experten nicht sehr hold. Der Spielraum ist scheinbar kleiner geworden, aber das Ganze erscheint uns nicht als Blase (und andere Märkte sind natürlich weniger teuer als der US-Markt). Diese potenziellen langfristigen Top-down-Renditen auf Aktien übertreffen immer noch eine mögliche Inflation und mögliche Renditen auf Anleihen und Barbeständen.

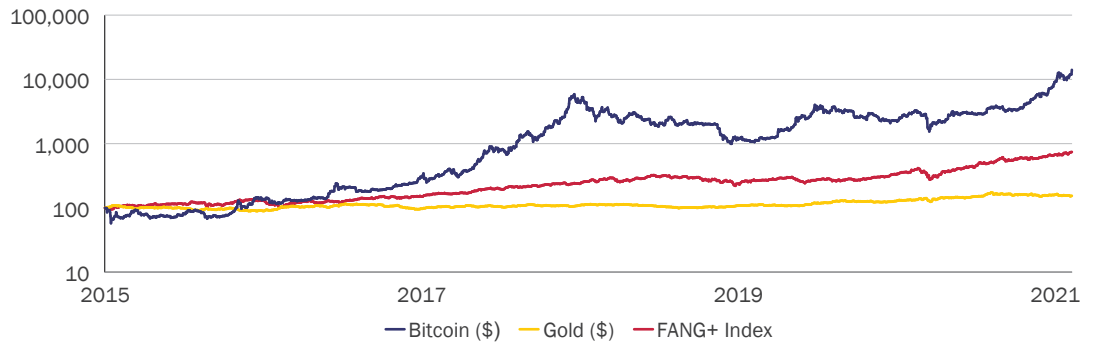
Victor Balfour – 15. Januar

Bitcoin als Anlage?

Bitcoin verzeichnet einen erneut starken Anstieg, da sie von einigen institutionellen und hochkarätigen Anlegern ins Portfolio aufgenommen wird. Sie soll eine plausible Alternative sowohl für Geld als auch für Gold sein in einer Zeit, in der das Inflationsrisiko steigt: Ihre Ursprünge gehen auf die globale Finanzkrise und das Misstrauen gegenüber dem Bankensystem zurück.

Abbildung 1: Bitcoin, Gold und «FAANG»-Aktien

Indiziert, log. Skala (100 = 1. Januar 2015)



Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co.

Hinweis: FANG+ Index ist ein gewichteter Dollar-Index, der ein Segment der Technologie- und Nicht-Basiskonsumgüterbranchen darstellt. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Inflation, Gold und ESG-Themen

Das Ausmass einer möglichen drohenden Inflation ist jedoch noch unklar. Sie könnte eher schrittweise als wegweisend sein (siehe unseren Bericht «Inflation: eine Revision», Januar 2021). Benötigen wir einen neuen Vermögenswert, um damit fertig zu werden?

Wir glauben, dass eine höhere Inflation wahrscheinlich ist: 2020 erfolgte eine starke Zunahme in den finanziellen Vermögensbilanzen, und die Geldpolitik könnte locker bleiben, selbst wenn sich die Volkswirtschaften stärker erholen. Die Bilanzen waren jedoch bereits seit vielen Jahren gross, ohne inflationäre Folgen: Seit 2008 liegt die Inflation auf einem historischen Tief und die derzeit in die Anleihenmärkte eingepreisten Breakeven-Rates sind nicht viel höher. Die Wechselkurse bewegen sind auf relativ stabilem Niveau.

Parallelen zwischen Bitcoin und Gold könnten überbewertet sein. Gold hat Eigenwert: Es ist greifbar, nützlich und rar. Es ist nicht wertvoll geworden, weil es Geld war: Es wurde zu Geld, weil es wertvoll war. Sein Leistungsausweis besteht seit drei Jahrtausenden, über viele Hyperinflationen hinweg und unabhängig von anderen Währungsvereinbarungen. Aber es ist keine perfekte Absicherung: Sein realer Preis ist weder in die eine noch in die andere Richtung fix.

Bitcoin hat keinen Eigenwert: Sie ist virtuell, hat nur wenig praktische Verwendung und ist eine von vielen Kryptowährungen. Man sagt ihr nach, dass sie ein glaubhafterer Wertspeicher sei als staatlich garantiertes Geld oder Gold, aber niemand kann wissen, ob dem auch so ist. Sie hat keinen Leistungsausweis in Inflationszeiten, und in ihrem jungen Leben hat sie sich als sensationell volatil erwiesen, und dies nicht immer auf hilfreich unkorrelierte Weise.

Abbildung 2: Bitcoin-Volatilität im Kontext

Ausgewählte Risikomerkmale pro Anlageklasse: 2015 bis heute

	G7-Anleihen	Junk (HY)-Anleihen	Gold	Globale Aktien	FANG+ Index	Brent	Bitcoin
Realisierte tägliche Volatilität	W2%	4%	12%	13%	22%	19%	59%
Maximum Drawdown:	-4%	-21%	-19%	-34%	-34%	-44%	-83%

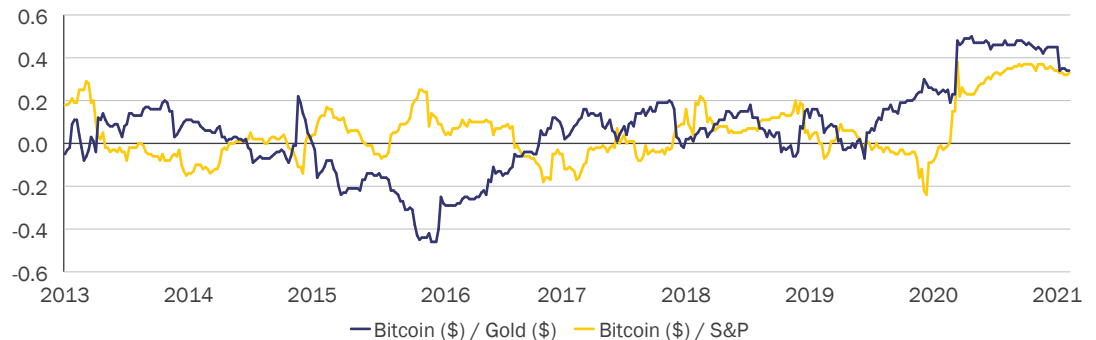
Quelle: Bloomberg, MSCI, Rothschild & Co.

Hinweis: In US-Dollar berechnet (nicht abgesichert).

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Abbildung 3: Instabile Beziehungen von Bitcoin

Rollende 52-Wochen-Korrelationen



Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Sowohl Bitcoin als auch Gold erzielen dürftige Scores in Bezug auf Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG). Die «Gewinnung» von Bitcoin ist sehr energieintensiv, und da sie nicht reguliert ist, ist sie für Geldwäscher und andere Akteure, die Transaktionen inkognito tätigen wollen, sehr attraktiv.

Bitcoin-Technologie und -Transaktionen

Die hochentwickelte verteilte Ledger- und Blockchain-Technologie, die zur Schaffung des öffentlichen, unregulierten Netzwerks eingesetzt wurde, macht einen Teil ihres Reizes aus, ist jedoch eine sehr schwerfällige Form der Verschlüsselung. Die Transaktionshistorie jeder Bitcoin – jedoch nicht die Identitäten ihrer Besitzer – ist im gesamten Netz eingebettet und muss jedes Mal, wenn die Coin übermittelt wird, validiert werden. Transaktionen sind deutlich langsamer als jene in konventionellen Zahlungsnetzwerken.

Die Technologie hat, im Gegensatz zu früheren Behauptungen, noch keine breite Zugkraft entwickelt. Ihre Vorteile könnten auf andere Weise effizienter nutzbar gemacht werden. Das Ganze wirkt wie eine komplizierte Antwort, die nach einer Frage sucht.

Falls Bitcoin je anstelle von Geld breiter genutzt wird, wäre ihr eigenständiger Status ein zweischneidiges Schwert. Sie wäre regierungsunabhängig – würde aber auch keiner Aufsicht unterstehen und keine Einlagensicherung aufweisen.

Bitcoin und Portfolios

Niemand weiss, ob Bitcoin die Zeit überdauert oder gar ihren jetzigen Wert halten können. Ihr Preis steigt zurzeit, weil ihr Preis gestiegen ist – ein Markenzeichen für Manie über alle Epochen hinweg. Ein illiquider Markt, in welchem der Grossteil der Coins von einer kleinen Anzahl Akteure gehalten wird, ist von Käufern überrannt worden. Dies wird so weitergehen, bis es von selbst aufhört.

Bei Redaktionsschluss liegt der geschätzte Marktwert von Bitcoin bei \$0.9 Billionen. Der Marktwert von Gold könnte bei \$11 Billionen liegen. Indes beträgt der Marktwert von Apple \$2 Billionen und die M2-Messgrösse der Geldmenge in den USA (einschliesslich Bargeld, Sparguthaben und Geldmarktinstrumente) liegt bei \$20 Billionen. Einige Schätzungen des «Fair Value» von Bitcoin basieren darauf, dass sie ein so grosser Vermögenswert wie Gold werden wird, was bedeuten würde, dass ihr Preis weiter kräftig zulegen wird. Andere Schätzungen gehen davon aus, dass ihr Wert vollständig verschwinden wird.

Wenn wir Bitcoin nicht empfehlen, unsere Mitbewerber jedoch schon, riskieren wir, als konservativ zu gelten, und die Portfolios unserer Kunden könnten hinter der Entwicklung zurückbleiben. Aber es gibt viele Dinge, deren Preise gestiegen sind und/oder die nicht mit konventionellen Vermögenswerten korrelieren, ohne dass wir sie unseren Kunden als langfristig werterhaltende Vermögenswerte empfohlen hätten. Wir haben nicht viel Vertrauen ins Benchmarking.

Selbst im Vereinigten Königreich der Siebzigerjahre – der inflationärsten Episode einer grossen Volkswirtschaft der Nachkriegszeit – war der Wert des Geldes stabiler als die Bitcoin.

Niemand kann wissen, ob Bitcoin ein Rendite-Vermögenswert, ein Diversifikationsinstrument, beides oder keines von beiden werden wird. Vielleicht entstehen durch das Abwarten Opportunitätskosten, aber wir tragen diese gerne.

Das Inflationsrisiko bereitet Sorge, aber eine Sorge, die zu meistern ist. Indes scheint das Bankensystem die Pandemie durchzustehen (natürlich mit Unterstützung der Regierungen). Es gibt kaum Anzeichen eines weit verbreiteten Vertrauensverlustes in das Geld von heute. Selbst wenn dem so wäre, ist unklar, ob Bitcoin überhaupt eine realistische Alternative wäre.

Kevin Gardiner – 22. Januar



8 Minuten
Lesezeit

Hangover bei Unternehmensanleihen?

Im vergangenen Jahrzehnt war sehr oft die Rede vom unmittelbar bevorstehenden Kollaps der Unternehmensanleihen. Wenn sich diese Unkenrufe nur mal nicht rächen werden...

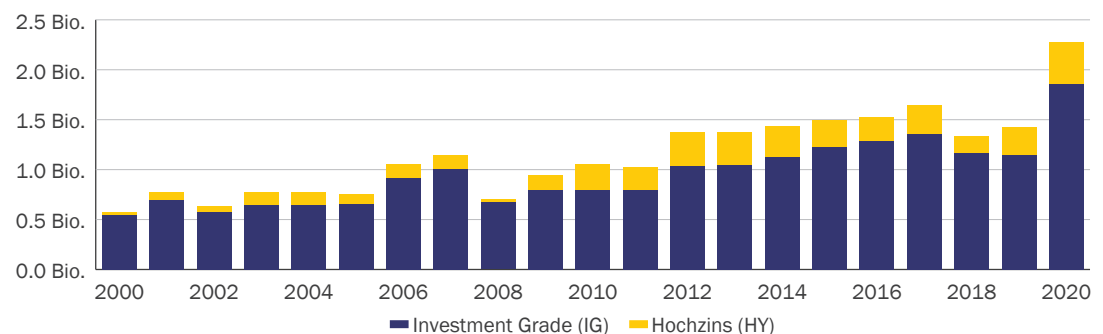
Der prognostizierte Anstieg an Kreditausfällen ist (bis jetzt) jedoch nicht eingetreten. Es scheint, als seien der Übergang zu stets tieferen Zinssätzen und das anhaltende Versprechen einer äusserst förderlichen Politik ein wahrer Segen für Unternehmensemittenten gewesen – die Kreditkosten sind auf ein historisches Tief gefallen.

Die Schuldenakkumulationsquote war 2020 denn auch die höchste seit der globalen Finanzkrise (bei US-Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors). Ausstehende Verbindlichkeiten liegen zurzeit bei \$11 Billionen – fast doppelt so hoch wie gegen Ende des letzten Zyklus und jetzt mehr als das halbe US-BIP.

Im Gegensatz zu den letzten Jahren war die Sturzflut an Unternehmensfinanzierungen im letzten Jahr und ins laufende Jahr hinein in den öffentlichen Märkten am offensichtlichsten – nebst wiederauflebenden M&A. Das Emissionsvolumen der US-Unternehmensanleihen (das einen wachsenden Anteil am gesamten Unternehmensanleihensektor darstellt) verzeichnete soeben das bisher stärkste Jahr, wobei viele kürzliche Emissionen überzeichnet sind.

Abbildung 1: Emissionen von Unternehmensanleihen

Emissionen von US-Unternehmensanleihen (\$, Billionen)



Quellen: IWF, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Natürlich stellen sich hier einmal mehr einige Fragen. Nehmen Unternehmen zu viele Kredite auf? Ist dies ein weiteres Anzeichen einer Blase?

Auch wenn das absolute Schuldenniveau besorgniserregend ist, scheint die Bezeichnung «Blase» – unserer Ansicht nach oft etwas salopp vergeben – hier doch eher unzutreffend zu sein.

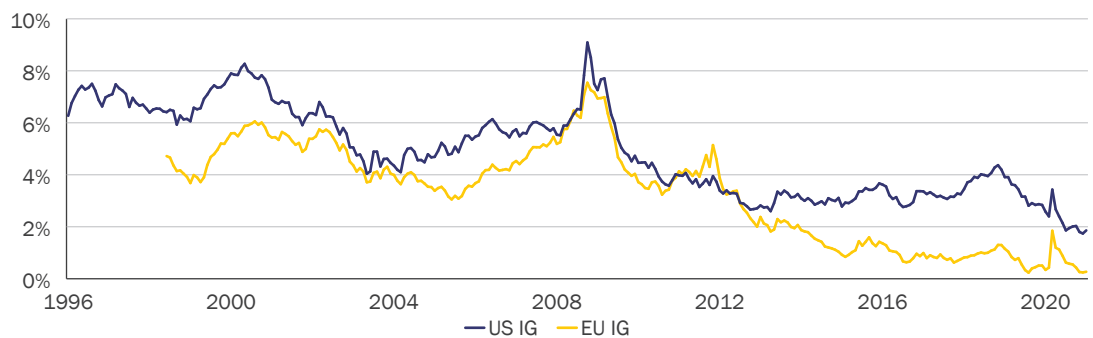
Schuldtitlemissionen werden aufgrund vieler Faktoren beschlossen, beispielsweise interner Cashflow, Zinssätze, Aktienbewertungen und Liquidität. Isoliert betrachtet sagen Gesamtverbindlichkeiten nichts aus über die Fähigkeit eines Unternehmens, diese Schulden zurückzuzahlen oder zu bedienen. Falls wir vor einer robusten Gewinnerholung stehen, scheint die jetzige Verschuldung nicht so beunruhigend zu sein.

2020: Ein Jahr der zwei Hälften

Der Frühling 2020 war eine Zeit des Stresses für Unternehmen: geringe Liquidität, ausweitende Kreditspreads und Unternehmen, die auf ihre Kreditlinien zurückgreifen mussten. In der zweiten Jahreshälfte dann eine klare Veränderung: reichlich Liquidität und lockere finanzielle Verhältnisse. Im Zentrum dieser Bemühungen stand die Krisenbekämpfung durch die Federal Reserve mit Programmen, die Commercial Papers und hochwertige Unternehmensanleihen direkt kauften (und sich später auf kürzlich herabgestufte, als «Junk» bewertete Emissionen ausweiteten). Diese ausgeweitete Funktion eines «Kreditgebers letzter Instanz» vermochte die kurze Spitze bei den Kreditkosten mehr als umzukehren. Renditen auf hochwertigen Unternehmensanleihen (und Spreads über Staatsanleihen) haben jetzt historische (oder beinahe historische) Tiefs erreicht.

Abbildung 2: Kreditkosten auch bei steigenden Emissionen rückläufig

Renditen auf hochwertigen (Investment Grade) Unternehmensanleihen (YTW, %)



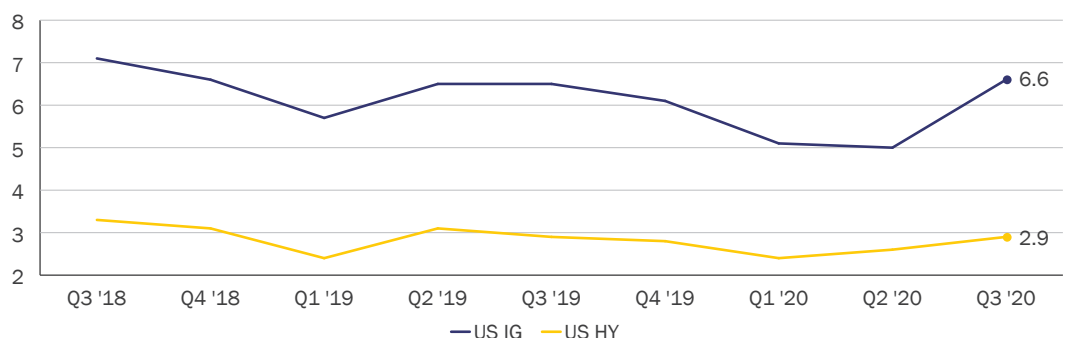
Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Trotz steilem Anstieg der ausstehenden Schulden zeigen Bottom-up-Analysen, dass die Schuldendienstwerte wieder abnehmen: Zinsdeckungsgrade (Gewinne vor Zinsen und Steuern in Bezug zu Schuldendienstkosten, der Kehrwert des Schuldendienstwerts) für hochwertige Schuldner betragen zum Ende des dritten Quartals 6.6x – was gegenüber Ende 2018 höher war.

Abbildung 3: Schuldendienstwerte scheinen handhabbar

Mediane Zinsdeckungsgrade für US-Unternehmen ausserhalb Finanzsektor



Quellen: S&P Global, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Gleichzeitig sind diese Unternehmen dem (jetzt bescheidenen) Risiko steigender Zinssätze gegenüber weniger exponiert – das Fälligkeitsprofil ihrer Schulden weitet sich weiterhin aus. Fast paradoxerweise könnte das durchschnittliche US-Unternehmen besser positioniert sein, seine Schulden zu bedienen, als noch vor der Krise.

Eine uneinheitliche Erholung

Während viele Unternehmen gezwungen sind, Schuldverschreibungen zur Rekapitalisierung ihrer sich verschlechternden Bilanzen zu begeben, können andere von den noch tieferen Sätzen einfach profitieren. Dies könnte eine vernünftige Kapitalallokationsentscheidung sein.

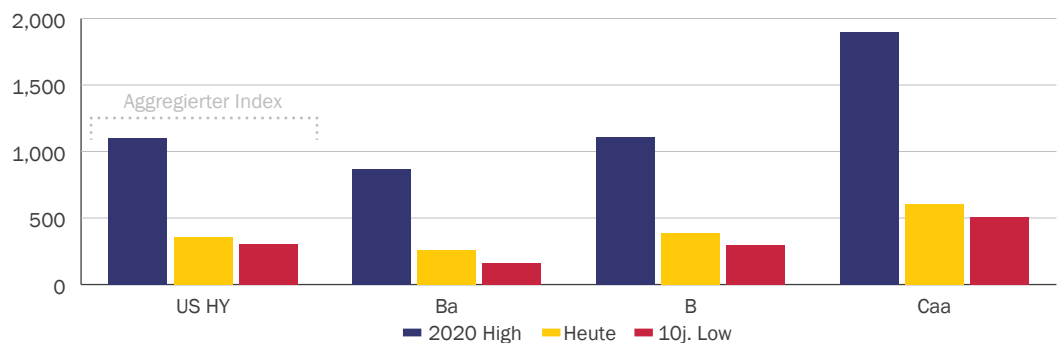
Nicht ganz unerwartet gehören Technologie- und Gesundheitsunternehmen zu den hauptsächlichen opportunistischen Emittenten. Aber auch andere Sektoren, einschliesslich vieler Unternehmen des Industrie- und Dienstleistungssektors mit starken Fundamentaldaten, werden von den Anlegern bevorzugt. Indes sehen sich Unternehmen der Reise- und Einzelhandelsbranchen weiterhin hohen Kreditkosten (und Spreads) gegenüber, was ihre schwierigeren Aussichten widerspiegelt.

Betrachtet man das gesamte Kreditspektrum, zeigt sich, dass eine Nebenwirkung der Sicherungspolitik, gekoppelt mit der «Jagd nach Rendite» der Anleger (auch bekannt als TINA – «There Is No Alternative») darin besteht, dass risikofreudigere Schuldner auf einfachere Weise Schulden begeben konnten und können. Das BBB-Segment (eine Stufe oberhalb spekulativ) verzeichnete vor der Pandemie einen raschen Anstieg, eine Entwicklung, die sich seither fortsetzt, da viele hochbewertete Unternehmen aggressivere finanzielle Positionen eingenommen haben.

Während dieses Segment jetzt über die Hälfte des US-amerikanischen Investment-Grade-Universums einnimmt, sind Herabstufungen und «gefallene Engel» weniger häufig als befürchtet. Dies gilt auch für Ausfälle: Die schleppende 12-Monats-Ausfallquote bei den US-amerikanischen Hochzinsschuldnern stand im Dezember bei 6.6% – hoch, aber nicht ausgefallen hoch. Diese Zahl könnte noch steigen – falls Unterstützungsprogramme ausgesetzt werden, bevor die Erholung stärker ist –, aber dies könnte, verglichen mit früheren Ausfallzyklen mit Spitzen von 10% bis 13%, ein relativ milder Ausfall werden. Dies könnte auch teilweise erklären, warum die Spreads selbst der riskantesten Anleihen auf Vorkrisenniveau geschwunden sind:

Abbildung 4: Spielraum?

US-Hochzins-Kreditspreads und ausgewählte zugrundeliegende Rating-Segmente (optionsber. Spreads, Bp.)



Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

Natürlich sollten Anleger, die den Renditen spekulativer Anleihen gegenüber angetan sind, die weitere Erosion des Schuldnerschutzes berücksichtigen – die nur noch wenigen Zusagen werden zurzeit allmählich aufgeweicht.

Ausblick

Es zeigt sich ein klares zyklisches Muster: Schulden akkumulieren, wenn Wirtschaften wachsen, und Schulden werden typischerweise abgebaut, wenn Wirtschaften schrumpfen. Diese Krise – und die beispiellosen politischen Massnahmen – haben diese Beziehung (zumindest vorübergehend) auf den Kopf gestellt: Unternehmen konnten unbelastet Kredite aufnehmen, selbst bei rückläufigen Cashflows. Auch wenn einige verschuldete Branchen und Unternehmen die Rechnung präsentiert bekommen werden, könnte die Aussicht auf eine schnellere und gleichmässige Erholung verhindern, dass sich diese düsteren Prognosen bewahrheiten.

Nach der Kreditwelle des Jahres 2020 scheint es wahrscheinlich, dass sich das Schuldenwachstum verlangsamen wird: die Erholung der Unternehmensgewinne und -Cashflows dürften den Bedarf an Schuldtitlemissionen reduzieren. Auch wenn sich die Referenzrenditen auf Staatsanleihen in vielen Ländern nahe Null oder im negativen Bereich bewegen, dürften die Kreditkosten kurzfristig nur wenig steigen.

Jedoch ist der Spielraum für weitere Gewinne begrenzt. Angesichts der tiefen Ausgangsniveaus bei den Renditen besteht die Möglichkeit, dass Inhaber sowohl von Investment-Grade-Anleihen als auch von Hochzinsanleihen nicht mehr in der Lage sein werden, Renditen zu erzielen, die über der Inflation liegen. Dies, und nicht etwa ein dramatischerer Kollaps (oder ein Platzen der «Blase»), zeichnet sich unserer Ansicht nach für Unternehmensanleihen in naher Zukunft ab.

Victor Balfour – 3. Februar



7 Minuten
Lesezeit

Optimismus – oder Realismus?

Was für ein Jahr – wenn es dies denn gewesen ist. Die Tage verschwammen fast so, wie die Grenze zwischen Arbeit und Zuhause. Und wir hatten eigentlich noch Glück. Aber was kommt jetzt?

Niemand kann dies wissen, jedoch gibt es unterschiedliche Perspektiven für die kommenden Ereignisse. Wir haben beschlossen, mit einem Blick auf die menschliche Natur und einigem Wissen über die Vergangenheit nach vorne zu schauen. Wir glauben, dass eine Mischung aus Anpassung und Innovation den Volkswirtschaften am ehesten helfen wird, in naher Zukunft wieder zu öffnen, und dass der Lebensstandard langfristig wieder ansteigen wird.

Wenn ich andeute, dass vor uns vermutlich ein stärkeres Wachstum liegt als hinter uns, nennen mich Kolleg*innen und Kund*innen einen Optimisten. Aber ich finde, dass ich ein Realist bin in einer Welt, die oft eher zu Pessimismus neigt und ihn sogar ermuntert. Dies sind drei Gründe, warum ich es so sehe.

Erstens, dies sind nicht sonderlich unsichere Zeiten, sie wirken nur so. Der heutige Ausblick ist auch Teil der gestrigen Zukunft. Wir haben einfach nicht erwartet, dass es so kommen würde. Die Zukunft ist das, was sie schon immer war: unvorhersehbar.

Dies gilt auf beide Seiten. Niemand konnte vorhersehen, dass 2020 zu dem wurde, was es dann letztlich war. Also sollten wir mit allzu selbstsicheren Prognosen vorsichtig sein. Das Gruppendenken, das uns einredet, eine wirtschaftliche Erholung sei schwach und langsam, kann genauso falsch liegen, wie wir es waren, als wir vor einem Jahr andeuteten, dass die globale Wirtschaft 2020 stetig wachsen würde.

Es ist ein Anlage-Klischee, dass «Märkte Unsicherheit hassen», aber wenn es keine Unsicherheit gibt, würde es auch keine Innovation und keinen Fortschritt geben. Ein Charakteristikum der Finanzmärkte ist es wohl, dass Menschen ihre unterschiedlichen Ansichten über eine ungewisse Zukunft auch äussern dürfen. Kurzfristige Nachrichten und die Aktienmarktvolatilität übertreiben das Ausmass, mit welchem die langfristige Perspektive sich ändern wird, aber sie ändert sich auf jeden Fall, was sowohl eine Chance als auch eine Bedrohung sein kann.

Zweitens herrscht eine öffentliche Stimmung und es ist wirklich, wirklich schwierig, sich davon zu lösen. Die menschliche Bedingung ist eine, in welcher Risiken klar einseitig sind, und wir alle sind uns dessen bewusst – und dies sogar exponentiell, während die Jahre immer schneller vergehen! Verlustaversion ist etwas Reales, weil wir alle etwas enorm Bedeutungsvolles verlieren werden. Als Folge davon sind wir unsicher und neigen zu Besorgnis.

Ökonomen und Nationalbanker erliegen eher dem Pessimismus, als wir anderen. Es gibt eine vorherrschende akademische und politische Weltsicht, und wenn sie gerade nicht auf COVID-19 gerichtet ist, dann fokussiert sie auf Dinge wie «langfristige Stagnation», «demografische Zeitbomben» und anderes mehr. Immer mehr rücken Ungleichheit und Klimawandel (durchaus begründet) in diesen Fokus – was besorgniserregend sein könnte, wenn man diese Dinge als wichtiger betrachtet. Sie verdienen jedoch eine sorgfältiger bedachte Antwort, als das Gruppendenken dies bieten könnte.

Es ist naiv zu denken, dass die Medien uns sagen, was wir denken sollen, und dass sie uns etwas verkaufen, was wir nicht haben wollen. Aber die Nachrichtenmaschine ist schonungslos effizient im Identifizieren unserer Sorgen und spielt sie uns zurück, verstärkt und mit Technicolor aufgepeppt. Redaktionelle Vorurteile sind normalerweise erkennbar, aber eine Voreingenommenheit gegenüber Sensationsmacherei ist subtiler. Wenn heute nichts passiert, werden die Zeitungen von morgen dennoch erscheinen.

Experten suchen die Öffentlichkeit – viele kommunale Wirtschaften sind auf Public Relations ausgerichtet – und es ist einfacher und unterhaltsamer, zynisch und bedrückt zu sein. Ein Geist voller Weltschmerz, überzeugt, dass eine Katastrophe gerade bevorsteht, macht an Konferenzen viel her.

Drittens, und dies ist wohl das Wichtigste, sagt uns die Geschichte laut und deutlich, dass materieller Fortschritt die Norm ist. Wirtschaften wachsen öfter, als dass sie schrumpfen. Eine Wirtschaft tut dies nicht etwa, weil die Steuer- oder Geldpolitik ihr dies befiehlt, obwohl diese kurzfristig durchaus wichtig (und katastrophenverhindernd) sind. Sie tut dies, weil Arbeitnehmer und Arbeitgeber sich in dem, was sie tun, ständig verbessern und sich auf der «Lernkurve» nach oben bewegen – und weil stets neue Technologien auftauchen.

Es kann zu Unterbrüchen und vorübergehenden Abschwüngen kommen – wir erleben gerade einen dramatischen solchen. Aber es gibt keinen Grund zu glauben, dass wir alle gemeinsam aufgehört hätten zu lernen und zu erfinden.

Es passiert schnell, dass man sogar relativ kürzlich erzielte Fortschritte übersieht. In den letzten vier Jahrzehnten nahm in den Industrieländern das reale BIP per capita um zwei Drittel zu und in China sind mehr Menschen der absoluten Armut entkommen als dies je in jeder anderen Volkswirtschaft erreicht wurde. Die Arbeitslosigkeit in den USA und im Vereinigten Königreich ging zu Beginn von 2020 auf Niveaus zurück, die wir zuletzt vor fast einem halben Jahrhundert gesehen hatten. Die Lebenserwartung ist gestiegen und die Welt ist fast noch nie so friedlich, sicher und gesund gewesen wie jetzt («fast», denn die Pandemie dürfte dies vorübergehend geändert haben). Die Herausforderungen durch Ungleichheit und Klimawandel können vermutlich besser gemeistert werden, als befürchtet. Die Technologie hat die Welt und ihre Kultur vor unsere Haustüre gebracht.

Etwas, dass sich üblicherweise in der Vergangenheit ereignete, muss nicht weiterhin passieren (zu glauben, dies müsse so sein, ist ein Trugschluss). Eines Tages wird die Sonne vielleicht nicht aufgehen. Aber ohne guten Grund zu denken, dass die Zukunft anders sein wird – und das Gruppendenken der Ökonomen reicht dazu nicht aus –, ist die Vergangenheit unsere einzige Richtschnur.

Auch Realisten haben Sorgen. Kurzfristig ist dies natürlich die anhaltende Pandemie und einige kürzliche Schaumbildungen auf den Märkten. In der weiteren Zukunft würden wir das Gruppendenken und die schleichende Ausdehnung in den Nationalbanken hinzufügen, sowie auch eine potenzielle erneute Inflation. Aber Volkswirtschaften können immer noch wachsen, wenn wir sie nur lassen. Dies ist wohl das Wichtigste, das wir uns zu Beginn von 2021 vor Augen halten sollten.

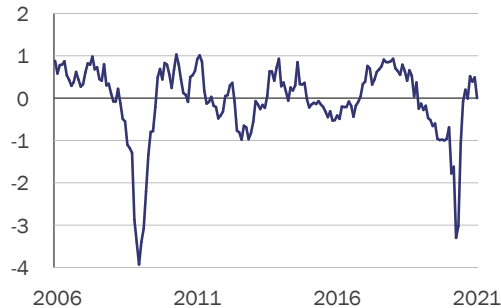
«Welches Prinzip soll dies sein, dass wenn wir hinter uns nur Verbesserung sehen, wir vor uns nichts als Verschlechterung erwarten?» (Macaulay, 1830)

Kevin Gardiner – 23. Dezember

Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

Wachstum: Grosse Volkswirtschaften

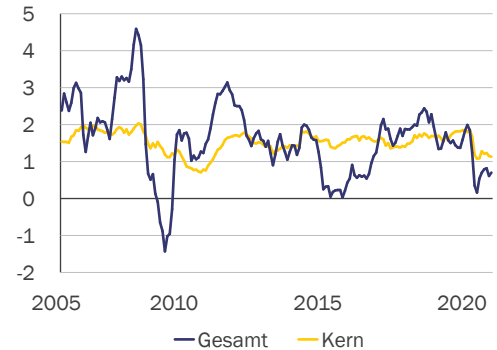
Optimismus der Unternehmen: Standardabweichungen



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

G7 Inflation

%, zum Vorjahr



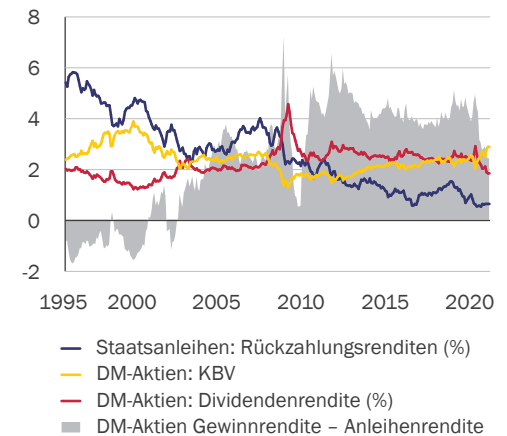
Quelle: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

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	1.2	5.3	21.9
10-J.-US-Gilt	0.5	1.4	13.0
10-J.-Bundesanleihen	-0.4	0.3	10.5
10-J.-Staatsanleihen (Schweiz)	-0.3	-2.3	4.0
10-J.-Staatsanleihen (Japan)	0.1	-0.6	0.9
Globale Anl.: Investment Grade (USD)	0.9	3.0	16.6
Globale Anl.: Hochzins (USD)	4.3	5.6	19.0
EM (USD)	3.5	4.0	19.1

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Aktienmärkte

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

	Rendite (%)	1 J. (%)	3 J. (%)
Welt: alle Länder	1.7	17.2	44.1
DM	1.7	15.2	44.3
EM	1.7	31.6	40.9
US	1.4	22.2	59.8
Eurozone	2.1	0.1	16.7
GB	3.3	-11.3	0.7
Schweiz	2.9	-1.2	32.4
Japan	1.9	14.8	21.8

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Ausgewählte Wechselkurse

Handelsgew. Indizes, nominal (1980 = 100)

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
US-Dollar (USD)	105	-4.2	3.4
Euro (EUR)	130	6.2	3.9
Yen (JPY)	93	-0.5	5.6
Pfund (GBP)	80	0.1	3.0
Schweizer Franken (CHF)	168	2.6	7.9
Chin. Yuan (CNY)	136	4.6	0.0

Quelle: Bloomberg, Rothschild & Co

Rohstoffe und Volatilität

	Niveau	1 J. (%)	3 J. (%)
CRB-Spot-Index (1994 = 100)	184	8.3	-2.3
Brent Rohöl (\$/b)	61.1	12.2	-2.7
Gold (\$/oz.)	1,838	17.0	39.6
Industriemetalle (1991 = 100)	295	30.9	9.3
Impl. Aktienvolatilität (VIX, %)	21.6	39.8	-25.6
Impl. Anl.-Volatilität (MOVE, bp)	46.8	-28.7	-34.9

Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, Rothschild & Co

Daten korrekt per
9. Februar 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 Informationszwecken 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 Daten 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.