



MARKTAUSBLICK | FEBRUAR 2024

# (Nachlassende) Inflation, China und Bewertungen



## Vorwort

### INHALT

- 03 Update zur (nachlassenden) Inflation
- 07 Die Geduld für den chinesischen Aktienmarkt ist erschöpft
- 11 Bewertungen der US-Aktien: Alles dreht sich um den EVA

Nach nur sechs Wochen im neuen Jahr ist es bereits klar: Die Geopolitik wird sich *vielleicht* auf die Portfolios im Jahr 2024 auswirken, der Konjunkturzyklus jedoch ganz *bestimmt*. Die Anleihen haben nachgegeben, während die Aktien gestiegen sind. Die Triebfeder für beide Anlageklassen ist dieselbe - die wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit.

Angesichts einer nach wie vor niedrigen Arbeitslosigkeit haben es die Zentralbanken nicht eilig, ihre Geldpolitik zu lockern, und nachdem die Erwartungen für die an den Geldmärkten eingepreisten Zinssenkungen etwas nachgelassen haben (was wir erwarteten), mussten die Anleihen einen Teil ihrer Gewinne zum Jahresende wieder abgeben.

«Higher for longer» verheißt für Aktien nichts Gutes. Gleichzeitig steigert die Widerstandskraft, die zeitnahe Zinssenkungen verhindert, die Rentabilität der Unternehmen, so dass sich die Entwicklung der Aktien wieder von den Anleihen abkoppeln konnten.

Dennoch sind wir immer noch nicht über den konjunkturellen Berg (dieser Satz sollte fest in die Tastaturen der Anlagestrategen einprogrammiert werden...). Die Geopolitik könnte das Angebot noch nachhaltiger beeinflussen. Es ist aber auch möglich, dass sich das Wachstum als allzu robust erweist, so dass die Inflation wieder anziehen und die Leitzinsen neue Höchststände erreichen könnten - eine Entwicklung, die die Aktienmärkte nicht so leicht verkraften würden.

Die derzeitige vorteilhafte Mischung aus gesunder Unternehmensrentabilität und weiterhin nachlassender Inflation kann jedoch fortbestehen. Eine solche Entwicklung könnte Aktien und, wenn die Zinsen schliesslich doch noch fallen, auch die Anleihen begünstigen - vor allem jetzt, wo die Renditen ein wenig zurückgegangen sind.

Vor diesem Hintergrund wollen wir im Folgenden die jüngsten Inflationstrends genauer untersuchen. Ausserdem wollen wir uns mit der anhaltenden Enttäuschung über China befassen, das weit hinter den USA und den globalen Aktienindizes zurückgeblieben ist.

Zu guter Letzt lassen wir jedoch taktische Bedenken beiseite und fragen uns, warum Aktien nicht nur ein Jahr lang, sondern eine ganze Generation lang besser abgeschnitten haben als es die pessimistischen Prognosen prophezeit hatten. Wir glauben, dass sich alles um den EVA dreht ...

**Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian**  
Globale Anlagestrategen

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

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

© 2024 Rothschild & Co  
Wealth Management

Datum der Veröffentlichung:  
Februar 2024.  
Daten: alle Angaben per 14. Februar  
2024, Text per 15. Februar 2024.

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

# Update zur (nachlassenden) Inflation

Es hat fünf verschiedene Inflationswellen gegeben. Abgesehen von der ersten, der Preisrevolution des 16. Jahrhunderts, stehen die meisten dieser Episoden in direktem Zusammenhang mit Konflikten: die napoleonischen Kriege, die beiden Weltkriege und der arabisch-israelische Krieg in den 1970er Jahren (wobei letztere Episode wohl tiefer liegende Ursachen hatte).

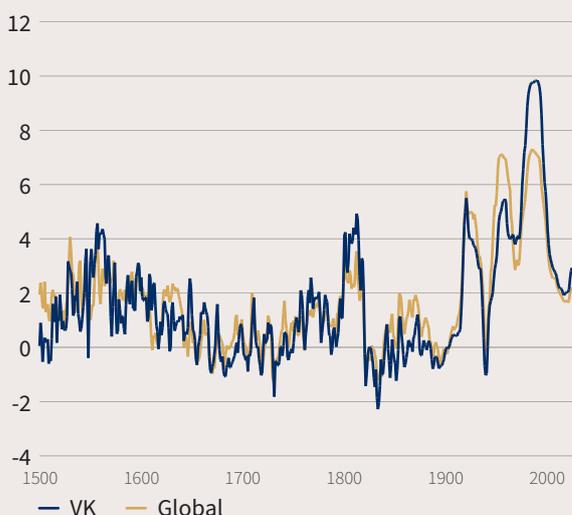
Trotz der angespannten geopolitischen Lage ist es jedoch unwahrscheinlich, dass sich die derzeitige Episode als eine sechste Welle festsetzt (Abbildung 1).

Die Inflationsentwicklung schien sich in den letzten Monaten zu entspannen. Die Gesamtinflationsraten sind seit über einem Jahr rückläufig und liegen nun relativ nahe an den Zielwerten der Zentralbanken von 2% (Abbildung 2). Auch die Kerninflationsraten, bei denen die volatileren Lebensmittel- und Energiekomponenten nicht einbezogen werden, geben allmählich nach. Es ist bemerkenswert, dass die auf das Jahr hochgerechnete Sechsmonatsveränderung des «PCE-Kerndeflators», des bevorzugten Inflationsbarometers der US-Notenbank, im Dezember knapp unter 2% lag.

Es ist vielversprechend, dass sich dieser Rückgang der Verbraucherpreisinflation (VPI) in allen vier Hauptkategorien - Energie, Nahrungsmittel, Waren und Dienstleistungen - bemerkbar macht.

**ABBILDUNG 1: 500 JAHRE INFLATION**

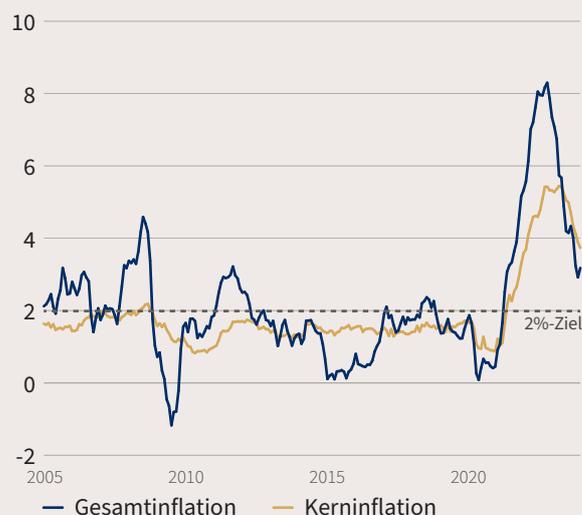
20-jähriger gleitender Durchschnitt (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Bank of England, IMF  
Anmerkung: Die globale Datenreihe ist ein BIP-gewichteter Durchschnitt der Daten aus den USA, dem Vereinigten Königreich, Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, den Niederlanden und Japan. Die Daten für 2024-28 entsprechen den Prognosen des IWF World Economic Outlook.

**ABBILDUNG 2: INFLATION IN DEN INDUSTRIELÄNDERN**

Im Vergleich zum Vorjahr (%)



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

## SINKENDE ENERGIE- UND LEBENSMITTELKOSTEN

Der Verbraucherpreisindex für Energie ist seit einiger Zeit sowohl in den USA als auch in Europa *deflationär*, d. h. die Preise sind gesunken.

In den USA wird diese Komponente weitgehend von den Benzinpreisen bestimmt, die wiederum stark von Veränderungen der Rohölpreise abhängen. Die Preise für Rohöl liegen immer noch unter dem Niveau des letzten Jahres - und deutlich unter den Höchstständen von 2022 – was erklärt, warum der Energieanteil des Inflationskorbs so lange deflationär war (Abbildung 3).

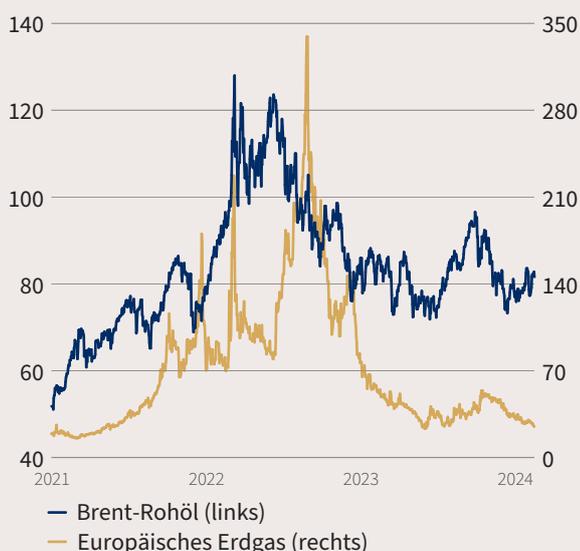
Eine Eskalation im Nahen Osten könnte die Ölpreise natürlich weiter in die Höhe treiben, auch wenn der Kontext ein ganz anderer ist als in den 1970er Jahren. Zum einen ist die Welt nicht mehr so abhängig von Öl als Energiequelle. Damals entfielen 40% des weltweiten Primärenergieverbrauchs auf diesen Rohstoff, heute sind es nur noch 30%. Ausserdem ist die Produktion breiter gestreut und damit weniger anfällig, nachdem in den letzten Jahrzehnten unter anderem in Alaska, Mexiko, der Nordsee und aus US-Schiefergestein gefördert wurde. Trotz der anhaltenden Produktionskürzungen des von den Saudis geführten OPEC+-Kartells kam es nicht zu einem umfassenden Ölembargo, und die russische Ölproduktion scheint der Welt ungeachtet der Sanktionen nicht vollständig verloren gegangen zu sein.

In Europa sind die Grosshandelspreise für Erdgas von ihren Höchstständen nach der Invasion eingebrochen und haben sich in den letzten drei Monaten fast halbiert (Abbildung 3). Europa hatte bisher Glück, einen warmen Winter zu erleben, hat sich aber auch auf den Rückgang der russischen Pipelineimporte eingestellt und die Gasvorräte auf hohem Niveau gehalten. Die staatlich verordneten Energiepreisobergrenzen haben den Rückgang der Grosshandelspreise noch immer nicht aufgeholt, und so wird die Energiedeflation wahrscheinlich noch einige Monate anhalten.

Die Preise im weltweiten Lebensmittelgrosshandel sind indessen weiter rückläufig und lagen im Januar um etwa ein Zehntel niedriger als im Vorjahr. Änderungen bei den Grosshandelspreisen ziehen in der Regel Änderungen der Preise in den Supermarktregalen nach sich, so dass die VPI-Inflation für Lebensmittel in diesem Jahr weiter zurückgehen dürfte (Abbildung 4).

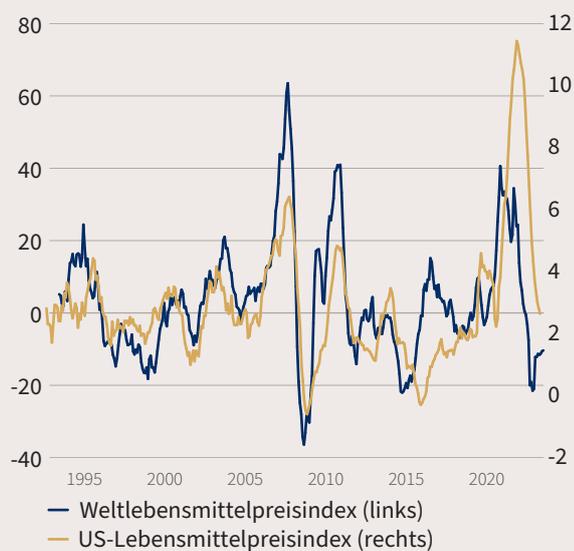
**ABBILDUNG 3: GROSSHANDELSPREISE FÜR ENERGIE**

(USD, linke Achse; EUR, rechte Achse)



**ABBILDUNG 4: GLOBALE LEBENSMITTELINFLATION**

Im Vergleich zum Vorjahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der UN  
Anmerkung: Der Weltlebensmittelpreisindex der UN FAO hat eine Verzögerung von acht Monaten.

## WARENINFLATION BLEIBT GEDÄMPFT

Nach der Lockerung der pandemiebedingten Beschränkungen in China und der anschliessenden Wiederherstellung des Gleichgewichts von Angebot und Nachfrage auf dem Weltmarkt hat sich der Anstieg des Verbraucherpreisindex für Waren im weiteren Sinne auf beiden Seiten des Atlantiks deutlich abgekühlt. Die jüngsten Störungen im Roten Meer - einer wichtigen Handelsroute zwischen Europa und Asien, auf die ein Zehntel des weltweiten Handelsvolumens entfällt - haben jedoch Zweifel aufkommen lassen, ob diese Entwicklung von Dauer ist.

Die Lieferzeiten verlängern sich durch die Umleitung der Schiffsflotten. Die weltweiten Spotraten für Schiffscontainer haben sich seit Anfang Dezember bereits nahezu verdreifacht, was sich zweifellos auf die Gewinnspannen, die Produktion und die Verbraucherpreise auswirken wird (Abbildung 5).

Allerdings erholen sie sich von niedrigen Niveaus - einem Drittel der Höchststände von Ende 2021. Damals konzentrierte sich die Versorgungskrise vor allem auf China, den wichtigsten Akteur im Welthandel und Sitz der grössten Häfen der Welt. Die Ausgaben des Westens für Waren wurden auch durch grosszügige Unterstützungsprogramme für die Pandemie gestützt. Seitdem hat sich die Dienstleistungswirtschaft wieder erholt, während das Wachstum der Gesamtnachfrage nach dem starken Anstieg der Zinssätze nachgelassen hat.

Aufgrund der aktuellen Unterbrechungen des Handels ist eine gewisse erneute warenbezogene Inflation wahrscheinlich, allerdings sollten ihre Auswirkungen unseres Erachtens nicht gravierend sein.

## HARTNÄCKIGE INFLATION BEI DEN DIENSTLEISTUNGEN

Die Preise für Dienstleistungen, der grössten Komponente des amerikanischen und europäischen VPI-Warenkorbs, sind auch weiterhin der hartnäckigste Faktor der Inflationsgleichung, auch wenn sie allmählich nachlassen. Die grösste Bedrohung stellt das

**ABBILDUNG 5: WELTWEITE SPOTRATEN FÜR SCHIFFSCONTAINER**

Pro 40-Fuss-Container (USD, Tausend)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Drewry Research

**ABBILDUNG 6: NOMINALER LOHNSANSTIEG**

Im Vergleich zum Vorjahr (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, Federal Reserve Bank of Atlanta, Eurostat, Office for National Statistics

erhöhte Lohnwachstum dar, zumal die Arbeitsmärkte nach wie vor angespannt sind. So ist die Arbeitslosenquote in den USA nach wie vor so niedrig wie seit einem halben Jahrhundert nicht mehr, während sie in der Eurozone den niedrigsten Stand seit der Jahrhundertwende erreicht hat, als dieser Block gegründet wurde. Im Vereinigten Königreich ist die Quote zwar historisch nicht ganz so bemerkenswert, aber immer noch sehr niedrig und nach einem anfänglichen Anstieg in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres sogar *gesunken*.

Aber selbst bei einer anhaltenden Nachfrage nach Arbeitskräften scheint eine gefährliche Lohn-Preis-Spirale – die in den 1970er Jahren ein wichtiger Faktor für die Inflation in den westlichen Ländern war – unwahrscheinlich. Die Arbeitsmärkte haben in den letzten Jahrzehnten zahlreiche strukturelle Veränderungen erfahren. Die Arbeitsverfahren und Lohnverhandlungen sind heute flexibler, der Anteil der gewerkschaftlich organisierten Arbeitnehmer ist geringer, die Globalisierung hat das verfügbare Arbeitskräfteangebot vergrößert, und in jüngster Zeit hat die Remote-Arbeit die Lohngestaltung möglicherweise weiter dezentralisiert und weniger antagonistisch werden lassen. Wir erleben hier keinen weiteren Winter der Unzufriedenheit.

Die realen (inflationbereinigten) Lohnzuwachsrate sind inzwischen positiv, aber nur, weil die Gesamtinflationen schneller zurückgegangen sind als die Nominallohnzuwächse – wobei letztere ebenfalls rückläufig sind (Abbildung 6).

In anderen Bereichen des Dienstleistungssektors hat sich die Wohnkosten-Inflation in den USA – ein Mass für die Wohn- und Mietkosten, das mehr als ein Drittel des gesamten VPI-Warenkorbs ausmacht – ebenfalls als hartnäckig erwiesen. Sie befindet sich jedoch in einem Abwärtstrend, der sich fortsetzen dürfte. Der Anstieg der Haus- und Mietpreise hat deutlich nachgelassen, und der Verbraucherpreisindex für die Wohnkosten läuft diesen Messgrößen aufgrund seiner Berechnungsweise in der Regel mit einer Verzögerung von ca. einem Jahr hinterher.

## FAZIT

Es gibt oberflächliche Ähnlichkeiten zwischen der aktuellen Inflationsepisode und den fünf historischen Wellen - Geopolitik und Konflikte spielen erneut eine Rolle. Doch die beiden wichtigsten Ursachen für den jüngsten Anstieg der Kerninflation – Engpässe nach der Pandemie und die lasche Geldpolitik der Zentralbanken – haben sich seit einiger Zeit umgekehrt.

Natürlich gibt es weiterhin Risiken. Im Vordergrund steht für uns die Möglichkeit einer erneuten Verschärfung der Handelsspannungen zwischen den USA und China, wenn die geopolitische Temperatur um Taiwan wieder ansteigt – und wenn es 2025 tatsächlich zu einer zweiten Amtszeit von Präsident Trump kommt.

Die derzeitige Episode scheint jedoch weit davon entfernt zu sein, eine historische «sechste» Inflationswelle zu sein. Wir gehen weiterhin davon aus, dass sie sich in diesem Jahr in den Industrieländern in einem Bereich von 2% bis 4% über dem Zielwert einpendeln wird, was vor allem auf die hohen Lohnzuwachsrate zurückzuführen ist, die die Nachfrage (und die Kosten) stabil halten. Den grossen Zentralbanken wird das natürlich nicht gefallen – die Zinssätze werden, wie oben erwähnt, wohl nicht so schnell fallen –, Unternehmen und Portfolios können aber damit leben.



# Die Geduld für den chinesischen Aktienmarkt ist erschöpft

«Geduld ist ein Baum mit bitteren Wurzeln, der süsse Früchte trägt.»  
- Konfuzius

Das Chinesische Neue Jahr, das nach dem Mondkalender am 10. Februar begonnen hat, soll Hoffnung und Aufschwung bringen. Die diesjährigen Feierlichkeiten finden jedoch vor einem ernüchternden Hintergrund statt, der die Geduld auch der überzeugtesten China-Fans auf die Probe stellt.

Sorgen um das Wachstum, die Geopolitik und über die autoritäre Regierung haben die Stimmung dramatisch verschlechtert. Der Aktienmarkt hat eine dreijährige Talfahrt hinter sich, und die Kurse haben sich seit ihrem Höchststand Anfang 2021 mehr als halbiert (Abbildung 7). Für viele ausländische Investoren ist China schlichtweg «uninvestierbar» geworden.

Die Notlage Chinas wird wahrscheinlich überbewertet. Die Diskussionen über eine übermässige Verschuldung des privaten Sektors, den Zusammenbruch des Immobilienmarktes und eine Bankenkrise sind irreführend. Die Herausforderung, mit der China konfrontiert ist, ist nicht systembedingt. Es geht vielmehr um die Frage, wie nachhaltig das derzeitige Wachstum ist und wie die Anleger mit dem zunehmend politisierten Aktienmarkt umgehen sollten.

**ABBILDUNG 7: AKTIENMARKTRENDITEN MSCI CHINA UND MSCI WORLD (INDUSTRIELÄNDER)**

Neugewichtete Gesamtrendite-Indizes (Jan 2021 = 100 USD)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, MSCI

## WACHSTUMSSCHMERZEN

Das Wirtschaftswachstum Chinas war in den letzten drei Jahrzehnten schlichtweg atemberaubend. Das reale BIP-Wachstum lag seit 1990 im Durchschnitt bei fast 9% pro Jahr und damit weit über dem der G7-Länder und aller anderen asiatischen Schwellenländer (Abbildung 8). Die Wirtschaftsleistung Chinas hat sich in diesem Zeitraum um das 35-fache erhöht, und der Anteil des Landes an der Weltproduktion ist von 2% auf 17% gestiegen (in US-Dollar).

Vor zehn Jahren hiess es in den Prognosen, dass China die USA bis 2030 als grösste Volkswirtschaft der Welt ablösen wird. Aber selbst wenn das der Fall sein sollte - kann es von Dauer sein? Überinvestitionen, überhöhte Immobilienpreise und eine problematische demografische Entwicklung dürften sich als Gegenwinde erweisen. Chinas lang gehegtes Bestreben, auf ein konsumorientiertes Wachstum umzuschwenken, ist gescheitert. Es wird (zu Unrecht) von einer «Japanisierung» der Volksrepublik gesprochen.

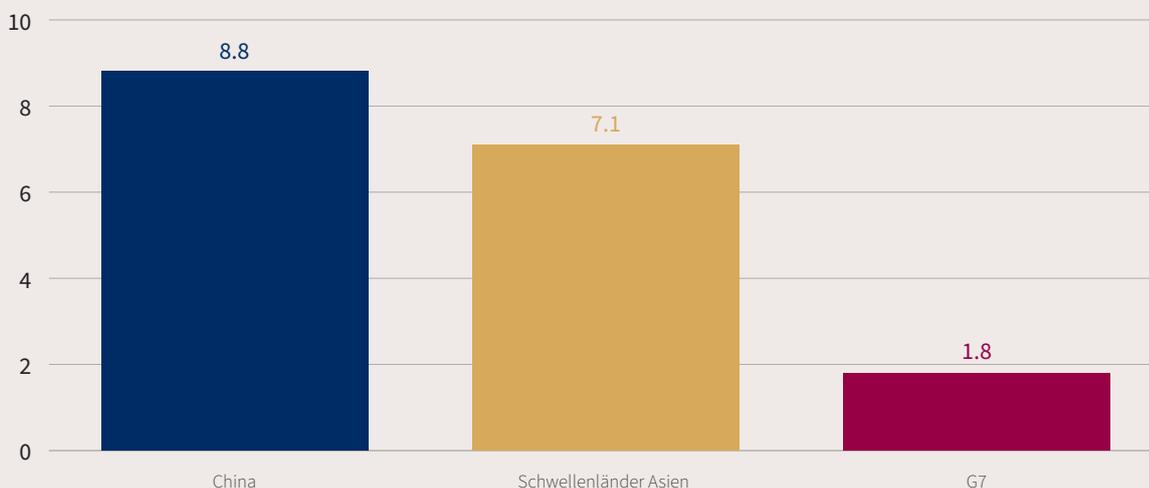
Der grösste Teil von Chinas fulminantem Wachstum ist auf sehr hohe Investitionsraten zurückzuführen. Allerdings wurde ein Grossteil der Infrastruktur inzwischen fertiggestellt. In der Zwischenzeit funktionierte die über das staatliche Finanzsystem vermittelte Immobilienentwicklung, als die Verschuldung gering und Wohnraum knapp war - und als Wohneigentum noch erstrebenswert war. Heute hingegen hat China die höchste Quote an Immobilienbesitz weltweit (Besitz ist nicht das, was es anderswo ist), und die Verschuldung der Unternehmen - meist fremdfinanzierte Immobilienentwickler - liegt bei 166% des BIP (was selbst nach westlichen Standards hoch ist).

Der Grund für die schmerzhaft (und verspätete) Neuausrichtung des Immobiliensektors liegt jedoch zum Teil darin, dass sich die politischen Entscheidungsträger sehr wohl im Klaren darüber sind, dass das durch die Inlandsverschuldung angekurbelte Wachstum nicht nachhaltig ist. Es wurden Schritte unternommen, um einige der lauernden Probleme wie das Schattenbankensystem und die übermässige Immobilienspekulation anzugehen. Der Schwerpunkt hat sich von bedingungslosem Wachstum auf finanzielle Stabilität verlagert.

Die Bedrohung durch die Schuldenlast des Privatsektors ist wahrscheinlich ebenfalls übertrieben. Das Gerede von einem drohenden «Minsky-Moment» scheint unangebracht zu sein. Das staatliche Finanzsystem der Volksrepublik China kann den Zusammenbruch bedeutender Banken verhindern - Peking hat die Banken schon einmal rekapitalisiert und kann

### ABBILDUNG 8: WACHSTUM DES REALEN BIP SEIT 1990

Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (%)



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg, IMF

es wieder tun – und mit Devisenreserven von immer noch etwa 3 Billionen US-Dollar ist die internationale Kreditwürdigkeit Chinas gut.

Ein Einbruch der Immobilienpreise wie in Japan in den 1990er Jahren ist eher unwahrscheinlich. Chinas hohe inländische Ersparnisse, die Devisenreserven und eine teilweise geschlossene Kapitalbilanz schützen die Wirtschaft (und das Bankensystem) vor dem Risiko einer erheblichen Kapitalflucht und einer Zahlungsbilanzkrise. Da Immobilien fast 70% des Vermögens der privaten Haushalte ausmachen (der G7-Durchschnitt liegt bei knapp der Hälfte), scheint eine drastische Umschichtung weg von Immobilien unwahrscheinlich.

Die seit zwei Jahren anhaltende Rezession, die das verarbeitende Gewerbe weltweit betrifft, scheint eine Wende zu nehmen. Die leichte Deflation in China ist weitgehend auf eine Normalisierung der Lebensmittelpreise und nicht auf einen Einbruch der Binnennachfrage zurückzuführen. Die Wirtschaft ist nicht so instabil.

Wenn eine harte Landung der Wirtschaft unwahrscheinlich erscheint, ist auch eine erneute, politisch gesteuerte Beschleunigung nur schwer vorstellbar. Die bisherigen Versuche, die Wirtschaft anzukurbeln, waren bescheiden und sehr gezielt.

Zum Vergleich: Die Wachstumsrate von 5% des letzten Jahres ist immer noch mehr als doppelt so hoch wie die der Industrieländer. In Bezug auf die zusätzliche Produktion entspricht diese Entwicklung einer Wachstumsrate von 20% im Jahr 2010, als die Wirtschaft nur ein Viertel der heutigen Grösse hatte. China hat jetzt vielleicht einfach weniger Spielraum – und Bedarf – für ein schnelles Wachstum. Ein langsames, stabileres Wachstum könnte durchaus nicht schaden.

#### **DER CHINESISCHE KAPITALISMUS: DIE SICHTBARE HAND**

Die jüngste Schwäche der Aktienmärkte ist breit angelegt: Die meisten Sektoren haben in den letzten drei Jahren mehr als ein Fünftel an Wert verloren. Zwei grosse Technologiewerte (Alibaba und Tencent), die ein Fünftel des Indexes ausmachen, haben für ein Viertel des Marktrückgangs gesorgt.

Wir sind der Meinung, dass die Schwäche der Aktienmärkte grösstenteils auf nicht-wirtschaftliche Entwicklungen zurückzuführen ist, insbesondere auf den Druck der Regulierungsbehörden und die anhaltenden Handelskonflikte mit den USA. Die Spannungen zum Thema Taiwan sind wichtig - allerdings wirkt sich dieses Stressthema auf die Märkte weltweit aus, nicht nur auf die chinesischen Aktien.

Regulierungsdruck ist dort entstanden, wo sich soziale Ziele und Marktmacht nicht vereinbaren lassen. Dieser Druck hat zwar im vergangenen Jahr nachgelassen, doch das jüngste harte Vorgehen gegen die Videospelbranche lässt darauf schliessen, dass es noch verfrüht wäre, die radikale Linie von Präsident Xi als beendet zu erachten.

Noch bis vor kurzem zeigte sich China in einigen Sektoren relativ locker in puncto Regulierung - zum Beispiel in Bezug auf kartellrechtliche Bedenken im Technologiesektor. In vielen Sektoren konnten Unternehmen in einem ummauerten Garten ohne echte Konkurrenz durch ausländische Akteure florieren. Die jüngsten Verschärfungen spiegeln zum Teil das Bemühen um eine Neuausrichtung des regulatorischen Umfelds wider, jedoch keinen umfassenden Versuch, die Supermacht China zu beschränken.

Dennoch besteht kein Zweifel, dass sich die «sichtbare Hand» des chinesischen Staatskapitalismus negativ auf die Rentabilität der Unternehmen ausgewirkt hat. Die Erwartungen – auch unsere eigenen –, dass diese Eingriffe enden würden, wurden enttäuscht. Einige Zahlen machen das sehr deutlich. Seit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation Ende 2001 und des damit verbundenen Optimismus hat das nominale BIP-Wachstum des Landes in USD das der USA um rund 6 Prozentpunkte pro Jahr übertroffen. Die Gewinne je Aktie im MSCI China sind jedoch im gleichen Zeitraum – ebenfalls in USD – um 2 Prozentpunkte pro Jahr langsamer gestiegen als die im MSCI US. Das rasante Wirtschaftswachstum Chinas hat sich nicht auf die Unternehmensgewinne ausgewirkt.

Wir glauben, dass sich das ändern wird, und dass sich ein konventionellerer Kapitalismus allmählich stärker durchsetzen wird (auch wenn die Kommunistische Partei Chinas an der Macht bleibt). Allerdings sind wir auch schon seit langem derselben Auffassung zum

japanischen Modell – das ebenfalls weiterhin enttäuscht (ungeachtet des jüngsten Aufschwungs an der Börse). Wir können uns hinsichtlich der makroökonomischen Entwicklung nur für wenige Regionen ausserhalb der USA begeistern und verlieren langsam auch das Interesse an China.

Trotz der schlechten Ertragslage ist der chinesische Aktienmarkt jetzt zumindest nicht teuer. Das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) liegt fast ein Drittel unter seinem langfristigen Trend, während der Rest der Welt über seinem Trend liegt (Abbildung 9). Die Bewertungen Chinas wurden mit einem Abschlag von etwa einem Fünftel gegenüber den Werten der Industrieländer gehandelt; heute liegt dieser Abschlag bei fast der *Hälfte*. Die jüngste Enttäuschung bei den Gewinnen spiegelt teilweise auch den globalen Produktionszyklus wider.

Und es ist nicht das erste Mal, dass China-Investoren frustriert sind. Zwischen 2015 und 2016 erlebte der Aktienmarkt (und seine Erträge) eine ähnliche Talfahrt. Damals, am «Schwarzen Montag» in China, brachen die Aktienkurse an einem einzigen Tag um fast 10 Prozent ein. Trotz aller Interventionen Pekings halbierte sich der heimische Aktienmarkt nahezu, und es dauerte zweieinhalb Jahre, bis die Aktien ihren Höchststand wieder erreichen konnten. Auch damals standen Bedenken zu den Themen Wachstum und Immobilienmarkt im Vordergrund. Obwohl wir als Anleger geduldig sind und die Ansicht vieler internationaler Investoren nicht teilen, dass China «uninvestierbar» ist, würde es uns doch ermutigen, wenn sich bald Stabilität einstellen würde. Andernfalls werden sich die weltweiten Aktieninvestitionen noch mehr als bisher auf die USA fokussieren.

*Trotz der schlechten Ertragslage ist der chinesische Aktienmarkt jetzt zumindest nicht teuer.*



**ABBILDUNG 9: CAPE-RATIOS FÜR DEN MSCI CHINA UND DEN MSCI WORLD**



Quellen: Rothschild & Co, Bloomberg

# Bewertungen der US-Aktien: Alles dreht sich um den EVA

## **DIE AKTIEN HABEN DIE MAUER DER SORGEN SCHON MEHRMALS ERKLOMMEN ...**

Wir haben bereits mehrfach über die «Mauer der Sorgen» geschrieben, mit der die Anleger konfrontiert sind. Ende 2022 erschien sie besonders beängstigend, ist aber immer auf irgendeine Weise präsent. Es hat anscheinend noch nie einen guten Zeitpunkt für Investitionen gegeben – zumindest nach der gängigen makroökonomischen Sichtweise, die in einigen unserer bevorzugten Finanzpublikationen vertreten wird.

Und doch haben die Aktien den Eiger bereits mehrfach erklommen, angeführt vom US-Markt (der übrigens der am wenigsten schlecht regulierte und liquideste der grossen Märkte ist: so viel zum Thema «Risiko»- und «Illiquiditäts»-Aufschläge ...).

Der MSCI-Index für die US-Aktienkurse ist seit Februar 1984 um das 30-fache gestiegen (seit dem Tiefpunkt der Weltfinanzkrise im März 2009 hat er sich etwa verzehnfacht). Rein rechnerisch ist der grösste Teil des Anstiegs seit 1984 den Unternehmensgewinnen zu verdanken, die sich nominal mehr als verzehnfacht haben (real haben sie sich mehr als vervierfacht). Eine erneute Steigerung um mehr als das Doppelte ist jedoch auf einen Anstieg des nachlaufenden Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) zurückzuführen.

*(Hinweis: Aus Gründen der internationalen Vergleichbarkeit verwenden wir in unseren Analysen die MSCI-Indizes. Der sichtbarste US-Index ist wahrscheinlich der S&P500, der sich ähnlich entwickelt hat.)*

Der Anstieg des Marktes wurde durchweg ungläubig - und abschätzig - beurteilt. Vor allem der vom KGV angeführte Anstieg wurde von Theoretikern aus allen möglichen Perspektiven verächtlich beäugt. Es sind ganze Bücher darüber geschrieben worden, warum der Markt unhaltbar teuer ist. Dennoch liegen die Multiplikatoren auch weiterhin über früheren Trends, und der Markt steigt weiter.

## **... HABEN ABER VIELLEICHT EINE SOLIDERE GRUNDLAGE ALS BEFÜRCHTET**

Wir sind seit langem der Meinung, dass US-Aktien möglicherweise weniger anfällig sind als allgemein befürchtet. Insbesondere könnte es eine solide Grundlage für einen grossen Teil dieser KGV-Expansion geben, die sich die ganze Zeit über unbemerkt entwickelt hat.



Die Bewertung von Aktien ist zwangsläufig ein subjektiver (und ungenauer) Prozess, aber wenn es um etwas geht, dann ist es der Versuch, den Nettogegenwartswert bzw. Kapitalwert («NPV») der von ihnen erzeugten Cashflows zu schätzen. Ein wichtiger Faktor ist dabei die Rentabilität der untersuchten Unternehmen. Wir müssen aber diese Rentabilität auch mit der Rendite vergleichen, die unser Kapital anderswo erwirtschaften könnte, und daher ist dieser Mindestwert ein zweiter wichtiger Faktor.

In der Praxis bedeutet das, dass die Rendite des im Unternehmen eingesetzten Eigenkapitals (Return on Equity – «RoE») mit den Kapitalkosten (Cost of Equity – «CoE») verglichen wird. Der RoE lässt sich leicht als Gewinn geteilt durch den Buchwert berechnen. Der CoE ist schwieriger zu messen, sein wichtigster Faktor ist jedoch der Zeitwert des Geldes, der Diskontierungszinssatz, der in der Regel durch die Renditen langfristiger Anleihen bestimmt wird.

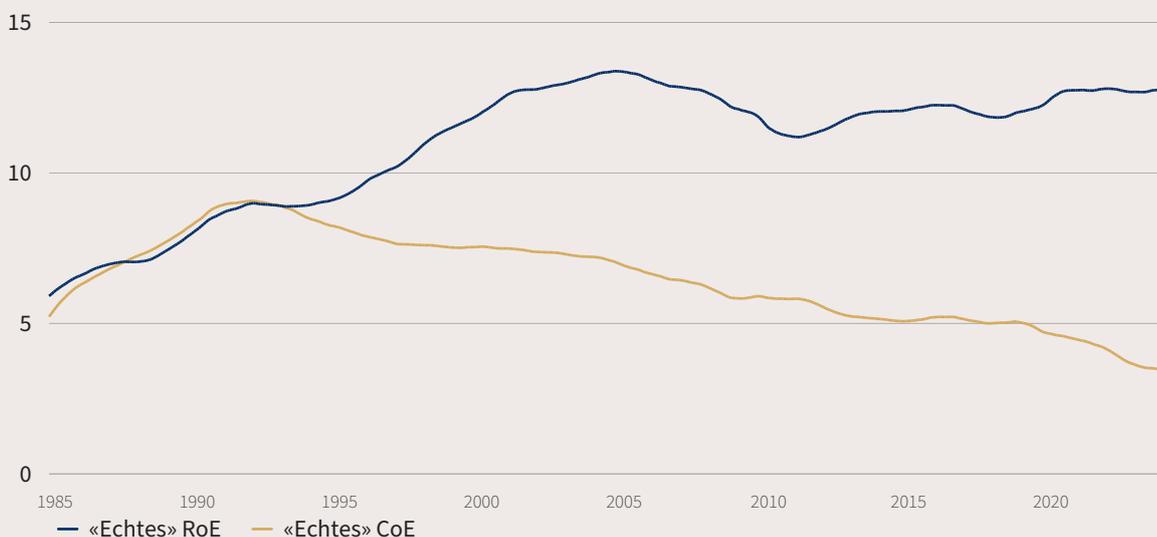
Die Lücke zwischen den beiden ist der Hauptfaktor für das, was wir früher als wirtschaftlichen Mehrwert oder Übergewinn (Economic Value Added – «EVA») bezeichnet haben. Der Begriff verschwand nach den 2000er Jahren weitgehend aus dem allgemeinen Sprachgebrauch, da die Marktwerte in dieser Zeit grösstenteils nicht durch den diskontierten Cashflow, sondern durch Schwankungen der Risikobereitschaft und institutionelle Modalitäten (wie z. B. Liability-Driven-Investing/ LDI) bestimmt wurden. Diese Idee hat jedoch stets unsere Vorstellungen vom Börsenwert untermauert.

Der Übergewinn sollte positiv sein, da das Kapital sonst besser anderweitig eingesetzt würde. Es gab jedoch Zeiten, in denen die Schätzungen des Gesamtmarkt-Übergewinns negativ waren und der börsennotierte Sektor scheinbar Werte vernichtete. Dies geschah in der Regel für eine kurze Zeit, in der Talsohle eines Konjunkturzyklus, wenn die Gewinne ungewöhnlich niedrig waren. In den stagflationären 1970er und 1980er Jahren traten sogar längere Phasen der Wertvernichtung auf. Die Erholung von diesem langen zurückliegenden, unerfreulichen Phänomen ist wohl der Grund für die höheren KGVs.

Diese Erholung der Übergewinne ist nun seit über vierzig Jahren in Kraft. Und das wissen wir nicht nur, weil man hinterher immer klüger ist: Mindestens die Hälfte der Zeit ist diese Entwicklung deutlich sichtbar. Sie war ein Spiegelbild der steigenden Rentabilität und der sinkenden Kapitalkosten (Abbildung 10).

#### ABBILDUNG 10: ANSTIEG DER RENTABILITÄT, RÜCKGANG DER KAPITALKOSTEN

Inflationsbereinigte US-RoE und CoE (10-Jahres-Durchschnitte, %)



Quellen: Rothschild & Co, Datastream, MSCI

## UNTERNEHMEN SCHAFFEN MEHR WIRTSCHAFTLICHEN WERT ...

Warum wurde dieser Trend so sehr übersehen oder gar mit Argwohn betrachtet? Die einen behaupten, dass der Anstieg der Rentabilität nicht real ist, sondern auf finanztechnische Strategien und Techniken zurückzuführen ist (z. B. Aktienrückkäufe oder einfach nur Leverage-Effekte). Andere glauben, dass es sich um eine rein zyklische oder vorübergehende Entwicklung handelt (selbst nach mehreren Jahrzehnten) und dass die operativen Margen bald zu einem niedrigeren Mittelwert zurückkehren werden. Es gibt auch Stimmen, die behaupten, dass Zinssätze nichts mit der Bewertung von Wertpapieren zu tun haben. Punkt.

Ökonomen, die der Welt gerne zeigen möchten, dass etwas, das in der Praxis gut funktioniert, in der Theorie unmöglich funktionieren kann, behaupten gerne, dass das alles nur in unserer Vorstellung existiert. Sollten die Übergewinne tatsächlich ein so hohes Niveau erreicht haben, so sagen sie, hätte der Wettbewerb sie sicherlich schnell wieder auf ein «normales» Niveau zurückgeholt, da wir alle Microsoft in unseren Lofts nachgebaut hätten.

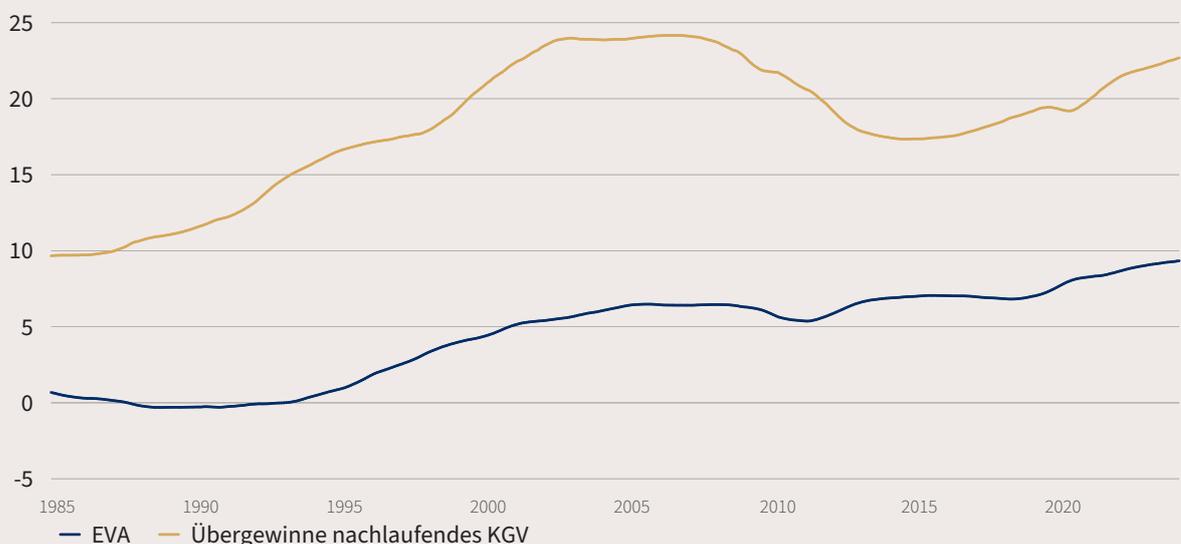
Aber auch wenn sich die Gründe für die Skepsis geändert haben, so hat sich die Zuversicht, mit der sie zum Ausdruck gebracht wird, nicht geändert. Ein Grossteil der raffiniertesten Finanzrhetorik kommt von den Leerverkäufern. Weltabgewandte Skeptiker, die genau wissen, warum alles in einer Katastrophe enden wird, hören sich klüger an – und sind sicherlich unterhaltsamer – als weniger passionierte, dafür aber aufgeschlossener (und weniger PR-orientierte) Marktbeobachter.

Wir sind *nicht* überrascht über die Triebkräfte der Übergewinne, und unsere Bewertungsmodelle verwenden seit den 2000er Jahren ähnliche Werte für die Eigenkapitalrendite – und die Anleiherenditen – wie die von heute.

Abbildung 11 veranschaulicht, wie die Verbesserung in unserer Schätzung der Lücke zwischen Eigenkapitalrendite (Return on Equity «RoE») und Kapitalkosten (Cost of Equity «CoE») mit dem Anstieg des KGV zusammenfiel. Die beiden Variablen sind nicht direkt vergleichbar (die Einheiten sind unterschiedlich), und um genau zu berechnen, welches Kurs-Gewinn-Verhältnis angemessen ist, ist auch eine Schätzung des wahrscheinlichen Gewinnwachstums erforderlich (zu diesem Zweck schätzen wir in der Regel ein zukunftsorientiertes US-KGV zum «fairen Wert»

### ABBILDUNG 11: GEHT ES NUR UM EVA?

Ein Näherungswert für den US-Übergewinne (10-Jahres-Durchschnitt, pp) und ein nachlaufendes US-KGV (10-Jahres-Durchschnitt, X)



Quellen: Rothschild & Co, Datastream, MSCI

ca. beim 19-Fachen). Aber das Schaubild verdeutlicht, dass sich etwas Bedeutsames ereignet hat: Die gestiegenen KGVs sind möglicherweise nicht nur Makulatur.

Die leichte Zunahme der Übergewinne liegt jedoch sicherlich schon lange hinter uns, und der Trend dürfte von hier an abflachen. Wir sind gerne bereit, die jüngsten KGVs zu rechtfertigen, sind aber nicht bereit, zu behaupten, dass dieser Anstieg weitergehen muss.

### ... TEILWEISE, WEIL ES SICH UM UNTERSCHIEDLICHE UNTERNEHMEN HANDELT

Die beiden treibenden Kräfte von Übergewinnen haben ihren Ausgangspunkten viel zu verdanken. Die Rentabilität der Unternehmen war in den von Stagflation geprägten 1970er und frühen 1980er Jahren ziemlich niedrig, während die Realzinsen in den frühen 1980er Jahren stark angestiegen waren, als die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik wiederhergestellt wurde. Keiner dieser Ausgangspunkte war «typisch» im Sinne eines Mittelwertes, zu dem wir eines Tages zurückkehren mussten.

Die **Rentabilität der Unternehmen** wurde in der Folge durch ein gesünderes makroökonomisches Klima, bessere Arbeitsbeziehungen und - was unserer Meinung nach der interessanteste Faktor von allen ist, da er vielleicht der strukturellste, aber am wenigsten beachtete ist – durch eine grosse Veränderung der Tätigkeit der USA als Ganzes gefördert.

In runden Zahlen ausgedrückt, bestanden 1970 vielleicht 30% der US-Wirtschaft aus privaten, güterproduzierenden Industrien – vor allem aus dem verarbeitenden Gewerbe -, während die privaten Dienstleistungen etwa 50% ausmachten. In jüngster Zeit liegen diese Zahlen bei 15% bzw. 70%, neben einer neuen Kategorie, die lediglich etwa 5% entspricht, der «Informations- und Kommunikationstechnologie». Eine ähnliche, aber weniger ausgeprägte Verschiebung wird in allen Industrieländern stattgefunden haben.

Wenn der größte Teil der heutigen Wirtschaft immaterielle Dinge herstellt, braucht er dann noch so viele Produktionsanlagen und -mittel? Ist es mit kleineren Bilanzen einfacher, das darin befindliche Kapital zu belohnen? Vor allem, wenn – um auf das obige Beispiel zurückzukommen – der Faktor «Fortführung der Unternehmenstätigkeit» wie bei Microsoft nicht so einfach nachgebildet werden kann, wie es in den Lehrbüchern steht. Die Rentabilität kann fortbestehen.

Der Verschuldungsgrad der US-Unternehmen scheint sich in diesem Zeitraum kaum verändert zu haben, zumindest wenn man den Daten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung Glauben schenken darf.

Die **Zinssätze und Anleiherenditen** sind von den Rekordhöhen der frühen 1980er Jahre zurückgegangen und haben in den letzten Jahren Rekordtiefs erreicht (in weiten Teilen Europas wurden sie sogar negativ). Der reale Rückgang war weniger dramatisch, jedoch immer noch ausgeprägt.

Diese Rekordtiefs sahen immer unhaltbar aus. Trotz einer heroischen Analyse globaler Daten über 800 Jahre durch die Bank of England sind wir nicht von einem nachhaltigen Abwärtstrend der Realzinsen überzeugt. Das derzeitige Niveau der nominalen und realen Zinssätze sieht (unserer Meinung nach) normaler aus, liegt aber immer noch weit unter den Höchstständen von vor vierzig Jahren.

### HÖHERE KGVs SIND KEINE WIRKLICH GROSSE ÜBERRASCHUNG

Wenn die Eigenkapitalrenditen von heute nachhaltig sind und die Zinssätze nicht noch weiter steigen, dann wird unser Indikator für die wirtschaftliche Wertschöpfung auf einem historischen hohen Niveau bleiben. Der Ausgangspunkt war vielleicht noch bemerkenswerter als das Ziel.

Bewertungen sind nur selten ein bestimmender Faktor für Aktienmarktrenditen und spielen vor allem dann eine Rolle, wenn sie extreme Höchst- oder Tiefststände erreicht haben und somit reif für einen Umschwung sind. Unseres Erachtens beruht jedoch ein erheblicher Teil des Anstiegs der US-KGVs in den letzten drei Jahrzehnten auf plausiblen Gründen.

Das bedeutet natürlich nicht, dass der Rest des Jahres 2024 reibungslos verlaufen muss.

# Wirtschaft und Märkte: Hintergrund

## WACHSTUM: GROSSE VOLKSWIRTSCHAFTEN

Konjunkturoptimismus: Standardabweichungen vom Trend



Quellen: Bloomberg, Rothschild & Co  
Zusammenstellung der vorausschauenden Komponenten der Erhebungen im verarbeitenden Gewerbe aus China, Deutschland, Japan, dem Vereinigten Königreich und den USA, lose gewichtet nach BIP

## G7 INFLATION

Im Vergleich zum Vorjahr (%)



Quellen: OECD, Bloomberg, Rothschild & Co

## AKTIEN DER INDUSTRIELÄNDER UND RENDITEN VON STAATSANLEIHEN

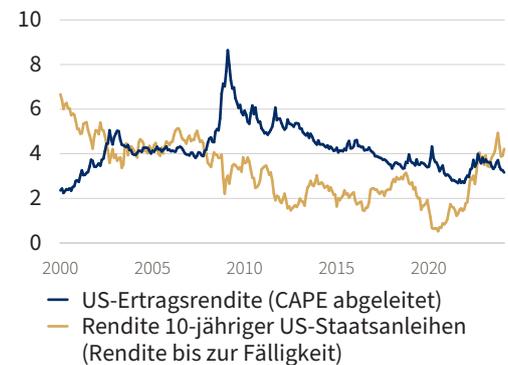
Relative Renditen seit 2005 (%)



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

## AKTIEN/ANLEIHEN – RELATIVE BEWERTUNGEN

(%)



Quellen: MSCI, Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

## AKTIEN

MSCI-Indizes, in USD

	2023 (%)	SEIT 1.1. (%)
Global	22.2	2.6
USA	26.5	4.9
Eurozone	22.9	-0.4
VK	14.1	-3.5
Schweiz	15.7	-4.3
Japan	20.3	3.4
Pazifischer Raum (ohne Japan)	6.4	-5.6
Schwellenländer Asien	7.8	-2.4
Schwellenländer (ohne Asien)	17.6	-2.1

## ANLEIHEN

Aktuelle Renditen und Erträge, in Landeswährung

	RENDITE	2023 (%)	SEIT 1.1. (%)
Staatsanleihen global (hdg. \$)	3.19	6.7	-1.1
IG global (hdg. \$)	5.00	9.1	-1.4
HY global (hdg. \$)	8.41	13.7	0.1
USA 10 Yr	4.26	3.6	-2.5
DE 10 Yr	2.34	7.0	-2.2
VK 10 Yr	4.04	5.6	-3.6
CH 10 Yr	0.92	8.0	-1.4

## WÄHRUNGEN

JP Morgan Handelsgewichtete nominale effektive Wechselkurse

	2023 (%)	SEIT 1.1. (%)
US-Dollar (USD)	-0.9	2.4
Euro (EUR)	4.3	-0.6
Pfund (GBP)	5.2	1.2
Schweizer Franken (CHF)	8.2	-2.9

## ROHSTOFFE

	NIVEAU	2023 (%)	SEIT 1.1. (%)
Gold (USD)	1992	13.1	-3.4
Brent-Rohöl (USD)	82	-10.3	5.9
Gas (EUR)	25	-57.6	-23.2

Daten korrekt per 14. Februar 2024.

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

Quellen für Tabellen: Bloomberg, Rothschild & Co



## 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.