



MARKTAUSBLICK | NOVEMBER 2025

FAQs II: Konjunkturzyklus, Blasen und Staatshaushalte

Vorwort

INHALT

- 3 Der Konjunkturzyklus
- 7 Aktienbewertungen und Anklänge an das Jahr 2000
- 10 Reiten die Bond-Vigilanten wieder?

Vor einem Jahr, als sich eine zweite Trump-Administration abzuzeichnen begann, gaben wir Anlegern drei Empfehlungen:

- trennen Sie Persönliches von Ihrem Portfolio,
- nehmen Sie Trump ernst, aber nicht wörtlich,
- und behalten Sie im Hinterkopf, dass auch positive Entwicklungen möglich sind.

Die vergangenen zwölf Monate waren laut und zuweilen belastend. Dennoch haben sich die Kapitalmärkte besser – nicht schlechter – entwickelt, als wir erwartet hatten. Und das, obwohl wir gerade bei Aktien zunächst der Ansicht waren, dass die Bewertungen bereits ein hohes Mass an Vertrauen voraussetzten.

Mit Blick nach vorn bleibt das geopolitische Umfeld angespannt. In der Ukraine herrscht weiterhin Krieg, und der Waffenstillstand im Nahen Osten ist fragil. Unsere Anlagesorgen richten sich jedoch weiterhin nicht auf höhere Ölpreise oder Störungen der Schifffahrt (beides ist erneut ausgeblieben), sondern auf mögliche Anzeichen wirtschaftlicher und finanzieller Übertreibungen.

Trumps Zölle dürften sich auf einem Niveau einpendeln, das über den Erwartungen zu Jahresbeginn liegt, aber deutlich unter den im April angekündigten Maximalwerten. Sie streuen Sand in das Getriebe des Handels, haben aber (noch) keinen Motorschaden bewirkt.

Die meisten Volkswirtschaften haben sich in der Folge als erstaunlich widerstandsfähig erwiesen (soweit dies angesichts der shutdownbedingt spärlichen US-Daten zu beurteilen ist). Die Arbeitslosigkeit ist nur moderat von niedrigen Niveaus gestiegen. Europa steht vor einem Impuls durch Deutschlands Kehrtwende in der Fiskalpolitik, und ein Teil der US-Zolleinnahmen könnte politisch wieder in Umlauf gebracht werden (erst gemeint, aber nicht wörtlich...).

Im Folgenden greifen wir drei finanzielle Leitfragen neu auf. Im Hinblick auf den Konjunkturzyklus gehen wir davon aus, dass die Kerninflation im Bereich von 2 bis 4 % bleiben dürfte – eine hartnäckige Entwicklung, die unseres Erachtens zunehmend restriktivere Folgen für die Zinssätze haben könnte. Mit Blick auf die zunehmend ambitionierten US-Aktienbewertungen fragen wir, ob die KI-Wachstumsstory tatsächlich liefern kann, und sehen wachsende Parallelen – aber auch entscheidende Unterschiede – zum Jahr 2000. Abschliessend wenden wir uns erneut einem Thema zu, das uns weniger zu beunruhigen scheint als viele andere: der aktuellen Höhe der Staatsverschuldung und den möglichen – oder auch nicht vorhandenen – Konsequenzen für Portfolios.

Bildquellen: 2 Dollar Geldschein, Detailausschnitt © Unsplash.

© 2025 Rothschild & Co Wealth Management

Datum der Veröffentlichung:
November 2025.
Daten: alle Angaben per 13. November 2025. Text per 17. November 2025.

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

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

Der Konjunkturzyklus

1. FRAGE: KANN DAS WACHSTUM ANHALTEN?

Antwort: Ja, die Weltwirtschaft erweist sich oft als robuster als die Prognosen der Experten erwarten lassen.

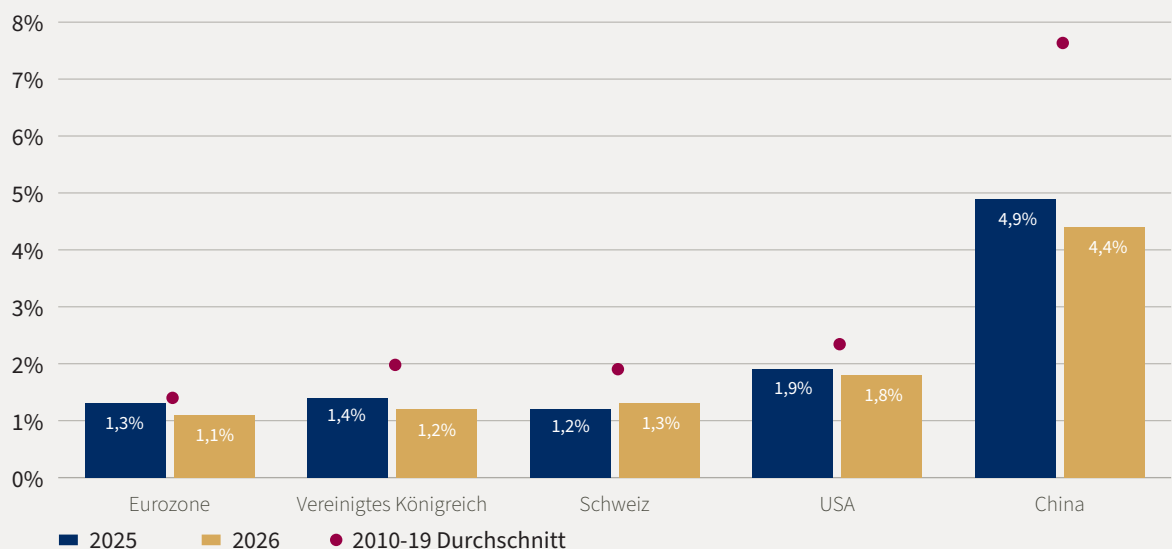
Die grossen Volkswirtschaften sind in diesem Jahr gewachsen. Das ist auch im nächsten Jahr möglich, wenn auch vielleicht in einem unterdurchschnittlichen Tempo (Abb. 1). Bemerkenswert ist, dass der Welthandel trotz des Anstiegs des effektiven US-Zollsatzes auf einen Nachkriegshöchststand noch nicht zum Erliegen gekommen ist (Abb. 2): Das Volumen des Warenwelthandels ist in den ersten acht Monaten des Jahres sogar um 3 % gestiegen (aktuellere Daten sind leider nicht verfügbar). Ähnlich wie 2022, als die Zinssätze stattdessen stark anstiegen, sind die Volkswirtschaften nicht zusammengebrochen.

Das soll nicht heissen, dass Zölle und andere Abwärtsrisiken kein Thema mehr sind. Trumps „wirtschaftsfeindliche“ Strategien, zu denen auch seine Einwanderungs- und Deportationspolitik gehört, könnten der US-amerikanischen und der globalen Wirtschaft noch erheblichen Schaden zufügen. Auch die geopolitische Lage bleibt angespannt: Eine Eskalation in der Ukraine, ein Wiederaufflammen des Nah-Ost-Konflikts oder (mit potenziell den grössten wirtschaftlichen Schäden) ein Ausbruch von Feindseligkeiten im Umfeld Taiwans könnten die Handelsströme und Energiepreise noch stärker stören als bisher.

Und wie immer gilt es, dass wir die scheinbar gewaltigen Risiken differenziert betrachten müssen. Es kann nicht in Präsident Trumps Interesse liegen, der Binnenwirtschaft und damit auch seiner Beliebtheit zu schaden. Daher werden seine in der Öffentlichkeit verkündeten Aktionen oft entschärft oder sogar rückgängig gemacht. Die Kehrtwende nach dem „Liberation Day“ im April ist vielleicht das auffälligste Beispiel dafür, und (zum Zeitpunkt der Verfassung dieses Artikels) sieht es so aus, als würden die erst kürzlich angedrohten drastischen Zollerhöhungen für die Schweiz und China möglicherweise gar nicht umgesetzt werden.

ABBILDUNG 1: SCHÄTZUNGEN DES BIP-WACHSTUMS

Konsensprognosen (geordnet nach Schätzungen für 2026, %)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Hinweis: Die Zahlen wurden auf eine Dezimalstelle gerundet.

Zudem gibt es nach wie vor rechtliche Fragen (während wir auf eine Entscheidung des Obersten Gerichtshofs warten), die eine Durchsetzung dieser Zölle erschweren könnte. Indessen sind auch konstruktive geopolitische Ergebnisse immer möglich: Der vorläufige Waffenstillstand und Friedensvertrag für den Nahen Osten hat die Erwartungen übertroffen und könnte sich als beständiger erweisen als befürchtet. Darüber hinaus können finanzielle Bedrohungen manchmal scheinbar aus heiterem Himmel auftauchen: Die jüngsten Spannungen im US-amerikanischen Banken- und Kreditwesen sind ein Beispiel dafür. Im Moment ist noch reichlich Liquidität vorhanden und die Bilanzen der systemrelevanten Banken sind gut kapitalisiert.

Der Konjunkturzyklus hat den verfügbaren Wirtschaftsdaten zufolge immer noch eine gewisse Dynamik (leider aufgrund des Shutdowns eine geringere Datenmenge als üblich). Laut den einschlägigen Konjunkturumfragen sind die Unternehmen recht optimistisch. Die Lage an den Arbeitsmärkten auf beiden Seiten des Atlantiks hat sich nur geringfügig entspannt – die Arbeitslosenquote bleibt niedrig. Die Ausgaben der Verbraucher leiden bislang noch nicht unter den höheren US-Zöllen, vermutlich weil das Lohnwachstum weiterhin über der Inflationsrate liegt. Zudem werden Teile der Zolleinnahmen bereits in Form von Steuersenkungen in den USA zurückgegeben, während Europa die Verteidigungsausgaben erhöht und Deutschland nach der Lockerung der Fiskalpolitik ein ungewöhnlich umfangreiches Ausgabenprogramm plant.

Offensichtlich gibt es ein plausibles Szenario, in dem die Wirtschaft auch im nächsten Jahr weiterwächst – selbst ohne Produktivitätssteigerungen durch die KI...

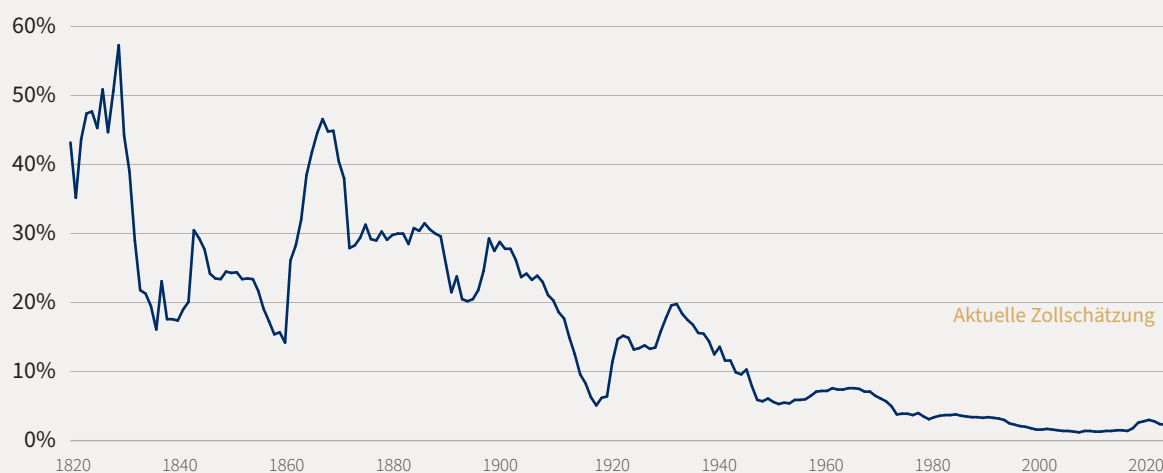
2. FRAGE: WAS BEDEUTET DAS FÜR DIE INFLATION?

Antwort: In den Industrieländern könnte sie weiterhin hartnäckig bleiben.

Die Inflationsrate des Verbraucherpreisindex ist zwar weit zurückgegangen, hat sich aber weder in den USA noch in Europa nachhaltig den Zielwerten angenähert (Abb. 3). Das könnte noch einige Zeit so bleiben.

Die US-Gesamtinflation ist in den letzten Monaten sogar etwas gestiegen und lag im September bei 3 % (im Jahresvergleich). Auf dieser Seite des Atlantiks war die Inflationsentwicklung uneinheitlich, hat sich aber ebenfalls noch nicht auf dem angestrebten Niveau stabilisiert: Die Gesamtinflation im Vereinigten Königreich ist immer noch fast doppelt so hoch wie das Inflationsziel der Bank of England von 2 %, das Äquivalent in der Eurozone liegt näher am Ziel (die Schweiz und China sind bemerkenswerte Ausnahmen, die praktisch keine Inflation haben).

ABBILDUNG 2: EFFEKTIVER ZOLLSATZ DER USA AUF DIE GESAMTEINFUHREN UND AKTUELLE PLANUNG
(%)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, U.S. International Trade Commission, U.S. Census Bureau, The Budget Lab at Yale. Hinweis: Jahresdaten von 1821 bis 2024, der letzte effektive Zollsatz entspricht dem Stand von Juli 2025. Die «aktuelle Zollschatzung» stammt von The Budget Lab in Yale.

Vor dem Hintergrund des Rückgangs der Grosshandelspreise für Energie in diesem Jahr mag es überraschen, dass sich die Inflation als so hartnäckig erwiesen hat. Es gibt jedoch drei weitere wichtige Kategorien im Inflationskorb, Lebensmittel, Waren und Dienstleistungen (VPI), die möglicherweise nicht so schnell zurückgehen werden.

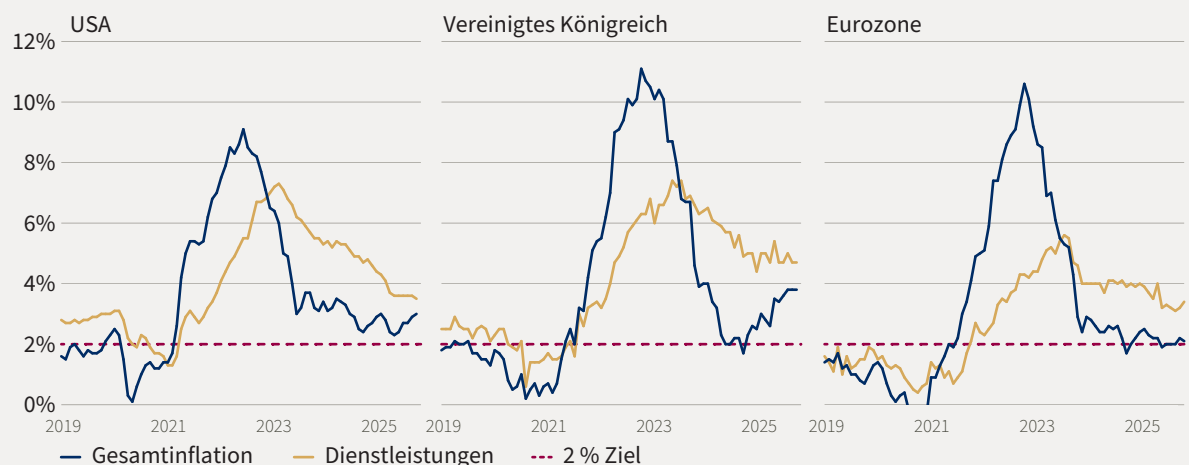
Die Beständigkeit der Lebensmittelinflation lässt sich teilweise durch die Entwicklung der weltweiten Grosshandelspreise für Lebensmittel erklären, die laut der Ernährungs- und Landwirtschaftsorganisation der Vereinten Nationen seit Anfang 2024 gestiegen sind. Die Grosshandelspreise sind in letzter Zeit zwar etwas zurückgegangen, dürften jedoch mehrere Monate lang nicht zu einer Abschwächung der Verbraucherpreisinflation beitragen, da zwischen der Entwicklung der Grosshandels- und der Verbraucherpreise für Lebensmittel erhebliche Zeitverzögerungen möglich sind. Ein weiterer Puffer für niedrigere Verbraucherpreise sind die Kosten der Verarbeitung von Rohlebensmitteln zu den Endprodukten in unseren Supermarktgängen.

In den USA war der Anstieg der Güterinflation am deutlichsten zu spüren, was möglicherweise den höheren US-Zöllen geschuldet ist. Allerdings verblasst dieser Anstieg im Vergleich zum Wareninflationsschock von 2021/22. Die Zolllast wird wahrscheinlich über die gesamte Lieferkette verteilt, also zwischen US-Händlern und ausländischen Exporteuren, so dass sich die Abwälzung auf die Verbraucherpreise in Grenzen hält. Auch die bereits vorhandenen Lagerbestände könnten sich als Preispuffer erwiesen haben: Einige US-Importeure scheinen den Zöllen durch den Aufbau von Lagerbeständen im Vorfeld vorgegriffen zu haben. Allerdings könnten sich die höheren Zölle in den kommenden Monaten doch stärker auf den VPI-Warenkorb auswirken, wenn die Wirkung einiger dieser Stossdämpfer nachlässt. Auf längere Sicht ist eine Schwächung der Kaufkraft der Verbraucher und dadurch letztendlich ein Rückgang der Teuerungsrate denkbar.

Die Inflation im Dienstleistungssektor ist in den Industrieländern aufgrund angespannter Arbeitsmärkte, hoher Lohnzuwachsrate und eines (häufig) weniger intensiven internationalen Wettbewerbs die grösste und hartnäckigste Komponente der VPI-Warenkörbe. Falls also nicht ein grosser Wachstumsschock eintritt, könnte sich die Dienstleistungsinflation nur allmählich abschwächen. In diesem Zusammenhang ist wichtig, dass die Inflation bei den Dienstleistungen in den USA auch eine Komponente "Wohnen" enthält, die mehr als ein Drittel des gesamten VPI-Warenkorbs der USA ausmacht und an den Preisen für selbstbewohntes Immobilieneigentum und Mieten gemessen wird. Wenn es nach den Trends auf dem Immobilienmarkt geht, dürfte die Inflation beim Wohnen weiter sinken, wenn auch nur langsam.

Insgesamt gehen wir weiterhin davon aus, dass die Inflation über dem Zielwert liegen wird - möglicherweise im Bereich zwischen 2 bis 4 %.

ABBILDUNG 3: GESAMTINFLATIONSRATE UND INFLATIONSRATE DER DIENSTLEISTUNGEN IM VPI
im Jahresvergleich (%)



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

3. FRAGE: WAS BEDEUTET DAS FÜR DIE ZINSSÄTZE?

Antwort: Gemessen an den Markterwartungen könnten die Zinssenkungen enttäuschen.

Solange das Wirtschaftswachstum intakt bleibt und die Inflation weiterhin über den Zielvorgaben der Zentralbanken verharrt, gibt es möglicherweise keine Argumente für weitere Zinssenkungen.

Die US-Notenbank (Fed) – die wichtigste Zentralbank für die globalen Kapitalmärkte – wird ihren Leitzins den Geldmärkten zufolge im nächsten Jahr voraussichtlich auf einen Wert nahe 3 % senken (zum Vergleich: Der Zielkorridor liegt derzeit bei 3,75–4,00 %, Abb. 4). Gleichzeitig wirken die USA weiterhin wie die stärkste der grossen Volkswirtschaften, und – wie beschrieben – steigt die Inflation dort zuletzt wieder an. Sollten sich die vom Markt erwarteten Zinssätze bewahrheiten, könnte der reale oder inflationsbereinigte US-Leitzins im nächsten Jahr wieder in eine expansive Richtung drehen und das Inflationsrisiko anfachen.

Es ist vorstellbar, dass die Markterwartungen politische Versuche widerspiegeln, die Fed im Gegensatz zu ihren gemässigten und moderaten Zinssenkungen im aktuellen Jahr zu einem aggressiveren Vorgehen zu drängen. Für diejenigen unter uns, die ein Wiederaufleben der Inflation als das grösste makroökonomische Risiko betrachten, ist es daher besorgniserregend, dass der Posten des Fed-Vorsitzenden im Mai 2026 frei wird und einige der als Kandidaten gehandelten Personen dem amerikanischen Präsidenten politisch nahestehen.

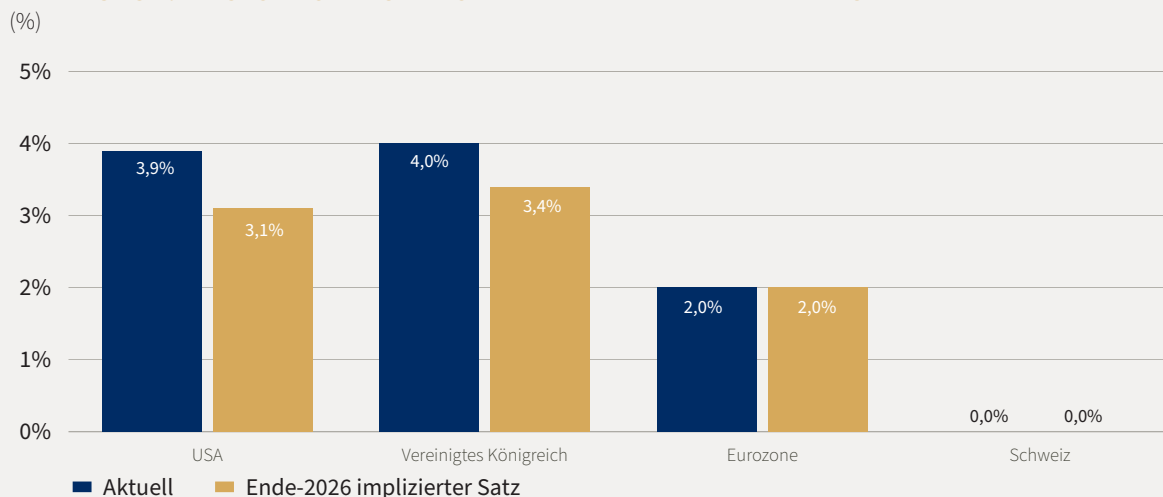
Allerdings bedeutet eine politische Präferenz der bzw. des neuen Vorsitzenden nicht zwangsläufig auch einen Verlust der Unabhängigkeit der Fed. Dem Ausschuss gehören noch elf weitere stimmberechtigte Mitglieder an, deren Ablösung angesichts der rechtlichen und logistischen Hürden nicht einfach ist. In dem höchst unwahrscheinlichen Fall, dass es der US-Regierung gelänge, die vollständige Kontrolle über die Fed auszuüben, hätte eine leichtfertige Niedrigzinspolitik wahrscheinlich Störungen auf dem Markt für US-Staatsanleihen zur Folge, was keinesfalls im Interesse des Präsidenten liegt.

In Europa scheinen zwei der wichtigsten Zentralbanken – die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) – dem Ende ihrer Lockerungszyklen näher zu kommen.

Die EZB bleibt angesichts der vergleichsweise zielnahen Inflation im Abwarten-Modus. Da die Inflation zuletzt jedoch wieder leicht gestiegen ist und das Wachstum sich stabilisiert, könnte der nächste Schritt der EZB – vermutlich erst 2026 oder gar 2027 – eher eine Anhebung als eine weitere Senkung sein.

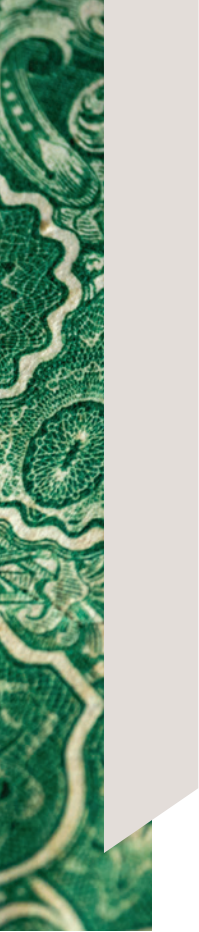
Die SNB kämpft derweil mit einem stark aufgewerteten Franken. Doch bei einem bereits bei null liegenden Leitzins scheint eine Rückkehr zu negativen Zinsen politisch und wirtschaftlich wenig attraktiv.

ABBILDUNG 4: TATSÄCHLICHER UND VOM MARKT IMPLIZIERTER LEITZINS



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Anmerkungen: Alle Zahlen sind auf eine Dezimalstelle gerundet. Abgeleitet von OIS-Kurven (implizite Termingeschäfte, Laufzeit 3 Monate: USA – SOFR; VK – OIS; Eurozone – ESTR; Schweiz – CHF OIS).



Aktienbewertungen und Anklänge an das Jahr 2000

4. FRAGE: ERLEBEN WIR GERADE EINE WEITERE DOTCOM-BLASE WIE IM JAHR 2000?

Antwort: Nein. Allerdings sind die Bewertungen im Hinblick auf die KI sicherlich sehr hoch, und die Erwartungen scheinen extrem optimistisch.

Es gibt keine präzise technische Definition einer Blase. Der Begriff beschreibt üblicherweise Vermögenswerte, deren Preise sich so weit von vernünftigen Bewertungsniveaus entfernen, dass ein späterer Absturz unausweichlich erscheint. Wo genau diese Grenze verläuft, bleibt jedoch unklar – und kein Markt ist immun. Aktien, Immobilien, Rohstoffe, Kunst – sogar Tulpen – haben schon spekulative Übertreibungen erlebt.

Spektakuläre Blasen haben eine lange Geschichte: Im 17. Jahrhundert die niederländische Tulpenmanie; im 18. Jahrhundert die South Sea Company mit dem legendär vagen Versprechen einer Unternehmung „von grossem Vorteil, über die jedoch niemand wissen sollte, worin sie besteht“.

Heute werden zunehmend Parallelen zum Jahr 2000 gezogen. Damals wie heute stand die Idee eines neuen Paradigmas im Raum. Das Internet, mobile Kommunikation, digitale Medien und die Vision grenzenloser digitaler Wirtschaft führten zu einer technologiegetriebenen Euphorie. Liquidität war reichlich vorhanden, und die Bewertungen stiegen auf zuvor unerreichte Höhen. Skepsis galt als Unverständnis – „wer zweifelte, hatte es eben nicht verstanden“.

Der damalige Aktienboom folgte auf Jahre kräftigen Wachstums, niedriger Arbeitslosigkeit, steigender Produktivität und hoher Investitionen. Schon 1996 warnte Fed-Chef Alan Greenspan vor „irrationalen Überschwang“. Nach der Asienkrise und dem LTCM-Debakel wurden die Finanzierungsbedingungen wieder gelockert – und blieben locker, je näher die Jahrtausendwende und das viel beschworene Y2K-Problem rückten. Ein wichtiger Unterschied zu heute: Trotz hoher Liquidität waren die Zinsen im Jahr 2000 deutlich höher als heute.

Zwischen 1998 und 2000 kulminierte die „New Economy“-Euphorie: Investitionen schossen in die Höhe, Mobilfunklizenzen erzielten astronomische Preise, IPOs und M&A-Aktivitäten explodierten, und der technologielastige Nasdaq (und der deutsche Neue Markt) gingen nahezu parabolisch nach oben. Was 1996 überzogen wirkte, war 2000 völlig losgelöst von Fundamentaldaten.

Als die Stimmung kippte, halbierte sich der US-Aktienmarkt in zwei Jahren; der Nasdaq verlor über drei Viertel seines Wertes. Viele Dotcom-Unternehmen verschwanden, Fusionen mussten abgeschrieben oder rückabgewickelt werden. Erst 2015 erreichte der Nasdaq wieder sein altes Hoch.

Heute sieht das Bild anders aus: Die Unternehmen an der Spitze des Marktes sind grösstenteils profitabel, haben solide Cashflows und vielfach schuldenfreie Bilanzen – in einigen Fällen handelt es sich sogar um dieselben Firmen wie damals, nur heute mit reifen, stabilen Geschäftsmodellen (z. B. Amazon, Microsoft). In der Dotcom-Ära dagegen hatten viele Unternehmen nicht einmal Umsätze, geschweige denn Gewinne. Branding war wichtiger als Substanz – ein „.com“-Suffix konnte Kapital beschaffen. Pets.com gilt bis heute als Sinnbild dieser Exzesse.

Auch das Kursmomentum bleibt deutlich hinter den spekulativen Ausschlägen der späten 1990er Jahre zurück. Es gibt keine vergleichbare Massenpsychologie, kein fiebriges Übernahmefieber, keine Flut von Börsengängen (Abb. 6). Vieles spielt sich in kleineren, weniger systemrelevanten privaten Märkten ab. Und: Die Überschwangsphase von damals wurde stark durch Leverage verstärkt – etwas, das heute augenscheinlich fehlt. Die Gesamtverschuldung der Unternehmen wirkt eher verhalten.

Es bestehen also durchaus Parallelen, aber auch zentrale Unterschiede.

5. FRAGE: KANN DIE KI DEN HOHEN ERWARTUNGEN GERECHT WERDEN?

Antwort: Das Gesetz von Amara besagt, dass *“wir die kurzfristige Bedeutung einer wirklich umwälzenden Entdeckung immer überschätzen und ihre längerfristige Bedeutung unterschätzen”*.

Die Künstliche Intelligenz könnte ein Beispiel dafür sein.

KI-Befürworter argumentieren, dass die Nachfrage praktisch unerschöpflich sei und dass eine breite Anwendung lediglich durch das unzureichende Angebot begrenzt werde. Das ist insofern korrekt, als die Skalierung der rechnerischen Anforderungen der KI die Verbesserungen bei Chip-Effizienz und vor allem die Verfügbarkeit der Energieversorgung überholt hat, die notwendig ist, um sie zu betreiben. Doch solange die heutigen grossen Sprachmodelle (Large Language Models, LLMs) nicht sehr rasch einen erheblichen, breit spürbaren Produktivitätsschub erzeugen – was zum Zeitpunkt des Schreibens zunehmend fraglich erscheint –, besteht das Risiko, dass ein grosser Teil der derzeitigen Investitionen sich für Anbieter wie für Nutzer als unprofitabel erweisen könnte, trotz der beeindruckenden erzielten technologischen Fortschritte.

In den letzten Jahren hat der US-Aktienmarkt einen strukturellen Trend steigender Profitabilität erlebt. Das spiegelte nicht nur verbesserte durchschnittliche Unternehmensgewinne wider, sondern auch eine Verschiebung hin zu weniger kapitalintensiven Unternehmensmodellen, angetrieben durch Technologie und digitale Dienstleistungen. Dieser Prozess der „Entmaterialisierung“ könnte sich jedoch gerade umkehren, da das KI-Ökosystem – bestehend aus Hardware, Infrastruktur und Software – begonnen hat, enorme Kapitalmengen einzusetzen, um sich Zugang zu Rechenkapazität und Energie zu sichern.

Die heutigen grossen „Hyperscaler“ – jene Unternehmen, die die gigantischen Datenmengen sammeln, aus denen KI „lernt“ – scheinen in ein KI-Wettrüsten geraten zu sein, um langfristig ihre rechnerische Dominanz zu sichern. Ihre zuvor aussergewöhnlichen Free-Cashflow-Margen, eine ihrer

ABBILDUNG 5: BEWERTUNGEN IM US-TECHNOLOGIESEKTOR

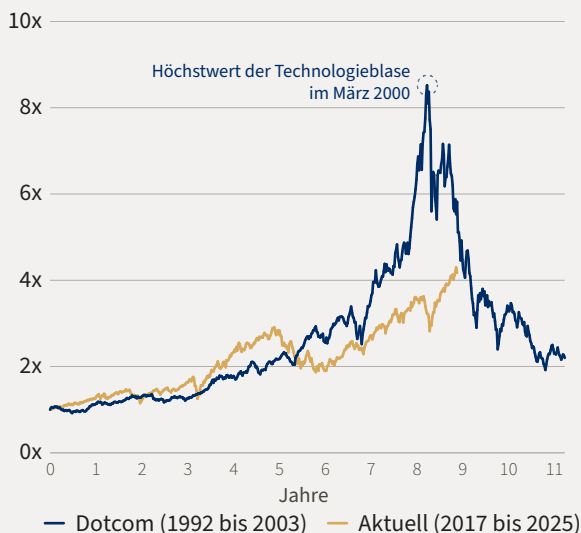
Forward KGV (S&P 500 Technologiesektor, x)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

ABBILDUNG 6: KURSMOMENTUM WÄHREND DER DOTCOM-ÄRA VS. HEUTE

Vielfaches des Startwertes (Nasdaq Composite Index, x)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

attraktivsten Investmentqualitäten, sind in den letzten fünf Jahren deutlich zurückgegangen (Abb. 7). Gleichzeitig droht ein Teil der Kapitalausgaben, die diesen Cashflow verschlingen, rasch zu veralten – anders als zum Beispiel der Glasfaserausbau der späten 1990er Jahre, der bis heute genutzt wird.

Die Dimensionen sind enorm: In den kommenden fünf Jahren dürfte KI-bezogene Investitionstätigkeit rund 5 Billionen US-Dollar erreichen und das basiert bereits auf einer konservativen Annahme einer Verfünffachung des Strombedarfs der Rechenzentren. Doch selbst wenn man diesen gigantischen Kapitalbedarf ausklammert, bleibt ungewiss, wohin die Reise führt. Wichtige Fragen bleiben unbeantwortet: Werden die Tätigkeiten, die durch diese Chips ermöglicht werden, langfristig profitabel sein? Wie viele geschäftliche Probleme lassen sich überhaupt rechnerisch lösen? Und liefert „Big Data“ automatisch bessere Lösungen?

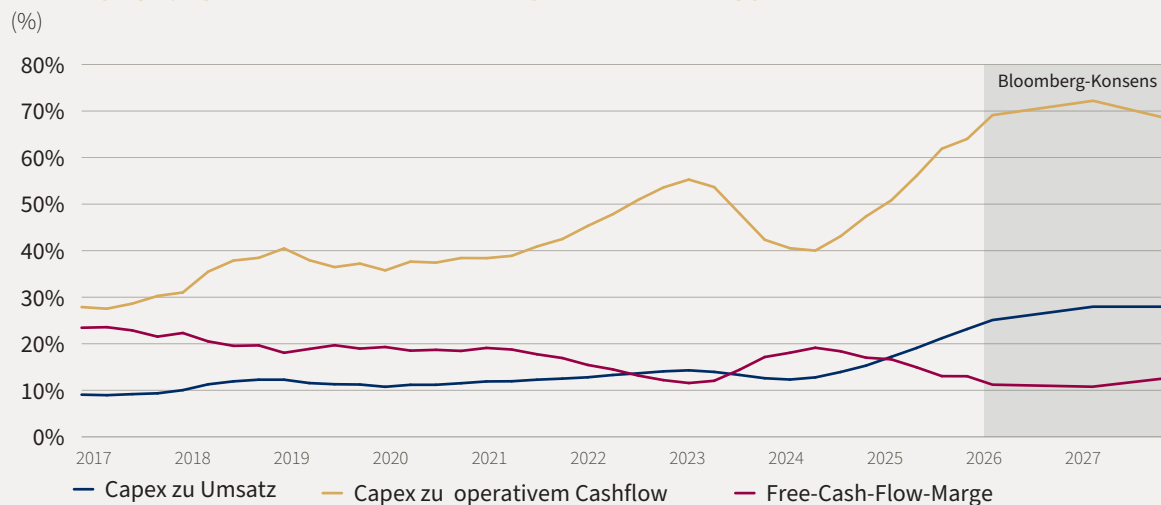
Parallel dazu häufen sich Hinweise auf zunehmend zirkuläre Transaktionen, die den Verdacht auf „Vendor Financing“ wecken, also dass Unternehmen ihren Kunden indirekt die Mittel zur Verfügung stellen, mit denen sie selbst die KI-Leistungen bezahlen sollen. Das mag kurzfristig ein pragmatischer Ansatz sein, um operative Liquidität sicherzustellen. Es könnte aber auch darauf hindeuten, dass die erwartete Nachfrage nicht so schnell materialisiert, wie die Hyperscaler hoffen oder benötigen. Die beobachteten KI-Einführungsraten in Unternehmen scheinen eine Abkühlung erfahren zu haben, und die Flut generischer, inhaltsarmer Texte im Netz könnte Nutzerskepsis verstärken.

Selbst wenn KI eines Tages einen fundamentalen Durchbruch erzielt, etwa die Entwicklung einer echten Artificial General Intelligence (AGI) oder sogar einer Artificial Super Intelligence (ASI), könnte es sehr lange dauern, bis eine breite KI-Revolution tatsächlich eine tiefgreifende wirtschaftliche Transformation auslöst. Frühere Beispiele sogenannter „General Purpose Technologies“ zeigen, dass zwischen Erfindung und wirtschaftlicher Durchdringung viele Jahre, oft Jahrzehnte liegen. Die Entwicklung des Internets ist ein prägnantes Beispiel: Zahlreiche Pioniere spielten keine Rolle bei den späteren Gewinnern; viele gingen unter, bevor die Technologie ihren umfassenden produktiven Nutzen entfalten konnte.

Auch ist eine breite Anwendung der KI nicht allein eine Frage der technischen Leistungsfähigkeit. Sie hängt von einer Vielzahl weiterer Faktoren ab: gesellschaftlichen Einstellungen, gesetzlicher Regulierung, dem politischen Umfeld, der Energie- und Netzinfrastruktur sowie dem tatsächlichen Verhalten von Unternehmen und Konsumenten.

Kurzum: KI besitzt zweifellos das Potenzial, die Wirtschaft langfristig tief zu verändern, doch möglicherweise nicht in dem rasanten Tempo, das heute in die Bewertungen eingepreist scheint.

ABBILDUNG 7: ZUNEHMENDE KAPITALINTENSITÄT DER HYPERSCALER



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

Anmerkungen: Zu den „Hyperscalern“ gehören Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta und Oracle. Die aggregierten Daten betreffen die letzten vier Quartale und wurden zum 3. Quartal 2025 berechnet. Die Konsensschätzungen basieren auf Daten von Bloomberg für die GJ 2025, 2026 und 2027.

Reiten die Bond-Vigilanten wieder?

„Früher dachte ich, wenn es eine Wiedergeburt gibt, möchte ich als Präsident oder als Papst zurückkommen ... Aber inzwischen möchte ich als Anleihenmarkt zurückkommen. Da kann man jeden einschüchtern.“

– James Carville, ehemaliger politischer Berater von Clinton

Wenn man den Schlagzeilen glauben darf (Spoiler-Alarm...), hat die steigende Staatsverschuldung die Bond-Vigilanten zurück in den Sattel gehoben, um Regierungen und Anlegern gleichermaßen das Fürchten zu lehren.

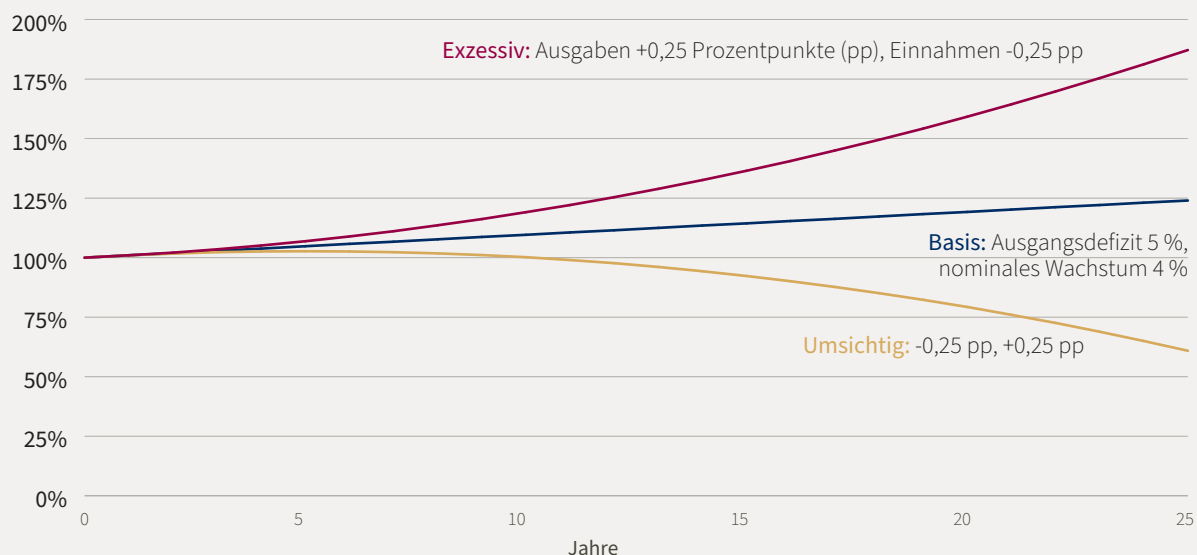
Die Regierungen der USA, Frankreichs und des Vereinigten Königreichs stehen in diesem Herbst vor einigen finanziellen Herausforderungen (wir schreiben diesen Artikel im Vorfeld des britischen Haushalts zum Ende des Monats). Ökonomen sprechen von unausweichlichen Teufelskreisen und dergleichen. Auch andere Länder stehen unter Haushaltsdruck, wobei sich die deutschen und schweizerischen Leser vielleicht fragen, was die Aufregung soll.

Tatsächlich ist es schwer, diese Vigilanten aufzuspüren. Die Anleiherenditen sind nicht in die Höhe geschnellt und sind auch nicht ungewöhnlich hoch.

Also: Wie sehr stecken die Regierungen in der Klemme – und wie sehr beeinflusst das die Portfolios?

ABBILDUNG 8: SZENARIEN EINER STAATSVerschULDUNG

25-Jahres-Szenarien (% vom BIP)



Quelle: Rothschild & Co, Berechnungen des Verfassers

6. FRAGE: BEFINDEN WIR UNS IN EINEM FISKALISCHEN TEUFELSKREIS?

Antwort: Nein. Die Staatsverschuldung könnte zwar tatsächlich stark ansteigen, sie könnte aber ebenso gut mit nur geringen Änderungen der prognostizierten Ausgaben und eines Einnahmestiegs wieder verschwinden. Das Ergebnis ist offen.

In einem fiskalischen Teufelskreis führt ein hohes Defizit zu steigender Verschuldung, diese zu steigenden Finanzierungskosten, diese wiederum zu schwächerem Wachstum, und das wiederum zu einem noch höheren Defizit – ein sich selbst verstärkender Kreislauf. In extremen Szenarien treiben allein die höheren Zinslasten das Defizit weiter nach oben, bis die Schuldenlast „explodiert“. Ein oft genanntes Beispiel ist Griechenland, das 2012 seine Schulden restrukturieren musste.

Die Rechnung ist jedoch nicht so einseitig und nicht so dringend, wie sie klingen mag. Selbst die heutigen Haushaltsdefizite sind im Verhältnis zu den Gesamteinnahmen und -ausgaben noch gering. Geringfügige Änderungen der Steigerungsraten dieser beiden Variablen können also erhebliche Auswirkungen haben, und zwar in beide Richtungen.

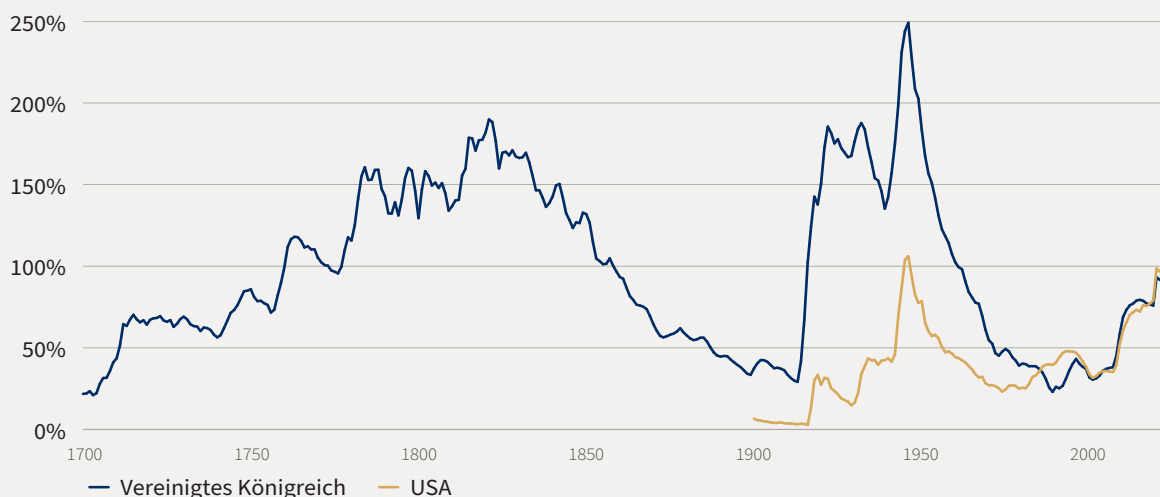
Abbildung 8 zeigt vereinfachte Szenarien: Ausgangspunkt ist ein Defizit von 5 % des BIP, eine Schuldenquote von 100 % und ein nominales Trendwachstum von 4 % bei BIP, Einnahmen und Ausgaben pro Jahr – Werte, die den fiskalischen Parametern in den USA, Frankreich und dem Vereinigten Königreich entsprechen.

Im Basisszenario steigt die Verschuldung nur allmählich an. In einem Szenario, in dem die Ausgaben nur um einen Viertelprozentpunkt pro Jahr schneller und die Einnahmen um einen Viertelprozentpunkt langsamer wachsen, steigt sie jedoch exponentiell an. Und in einem Szenario, in dem sich der Anstieg der Ausgaben und der Einnahmen in entgegengesetzter Richtung ähnlich entwickeln, kommt es zu einer *Implosion*.

Sicher ist, dass der kollektive Wille zur Erzielung selbst einer so geringen positiven Wachstumslücke heute merklich fehlt. Der jüngste Shutdown der US-Bundesregierung war der bislang längste; der Haushaltsstillstand in Frankreich hat (mehrfach) die Regierung gestürzt; der britische Finanzminister scheint nicht imstande zu sein, auch nur ein Mindestmass an Einsparungen bei den geplanten Ausgaben zu erzielen.

Aber die Politik und die Politiker ändern sich, und zwar in Echtzeit, nicht in der Zeit einer Tabellenkalkulationen. Die heutigen Defizite sind nicht beisspiellos, und die US-Schuldenquote hat vor einigen Jahren den bisherigen Höchststand (2. Weltkrieg) erreicht (Abb. 9).

ABBILDUNG 9: STAATSSCHULDENQUOTE DES VEREINIGTEN KÖNIGREICHS UND DER USA
(% des BIP)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, IWF, US Congressional Budget Office, Bank of England, Institute for Fiscal Studies, UK Office for National Statistics, Office for Budget Responsibility

Anmerkung: Die Verschuldungsquoten sind auf Nettobasis angegeben.

Die Schuldenquote des Vereinigten Königreichs war zwischen dem 1. Weltkrieg und den 1960er Jahren sowie während eines Grossteils des frühen 19. Jahrhunderts deutlich höher. Trotz gegenteiliger Behauptungen von prominenten Akteuren gibt es keine klaren Schwellenwerte, ab denen die Staatsverschuldung untragbar wird.

Zum Thema Zinskosten: Regierungen nehmen Kredite meist zu festen Zinssätzen auf, und es dauert Jahre (etwa sechs in den USA, neun in Frankreich, vierzehn im Vereinigten Königreich), bis sich die aktuellen Marktrenditen wesentlich auf die Zinskosten auswirken. Es ist jedoch leicht, Schlagzeilen zu schreiben, in denen die Zinsausgaben mit gesellschaftlich wichtigeren Kategorien (wie Verteidigung) oder mit dem Defizit selbst verglichen werden („wir nehmen Kredite auf, nur um Zinsen zu zahlen“. Und nein, das tun wir nicht).

Die grösste Ausnahme bei den Festzinskupons sind inflationsgebundene Anleihen (etwa ein Zehntel der Gesamtverschuldung der USA, ein Achtel in Frankreich und ein Viertel im Vereinigten Königreich). Aber auch hier sind die Kosten überschaubar (die Gesamtzinsausgaben des Vereinigten Königreichs waren in absoluten Zahlen im Jahr 2023 höher und im Verhältnis zu den öffentlichen Ausgaben vor 2010 höher).

Zur Klarstellung: Keine dieser Beobachtungen macht uns zu Anhängern grosser Staaten oder hoher Verschuldung. Aber sie relativieren die Dramatik der aktuellen Diskussion.

7. FRAGE: WIRKEN SICH DEFIZITE ÜBERHAUPT AUF DIE KREDITKOSTEN AUS?

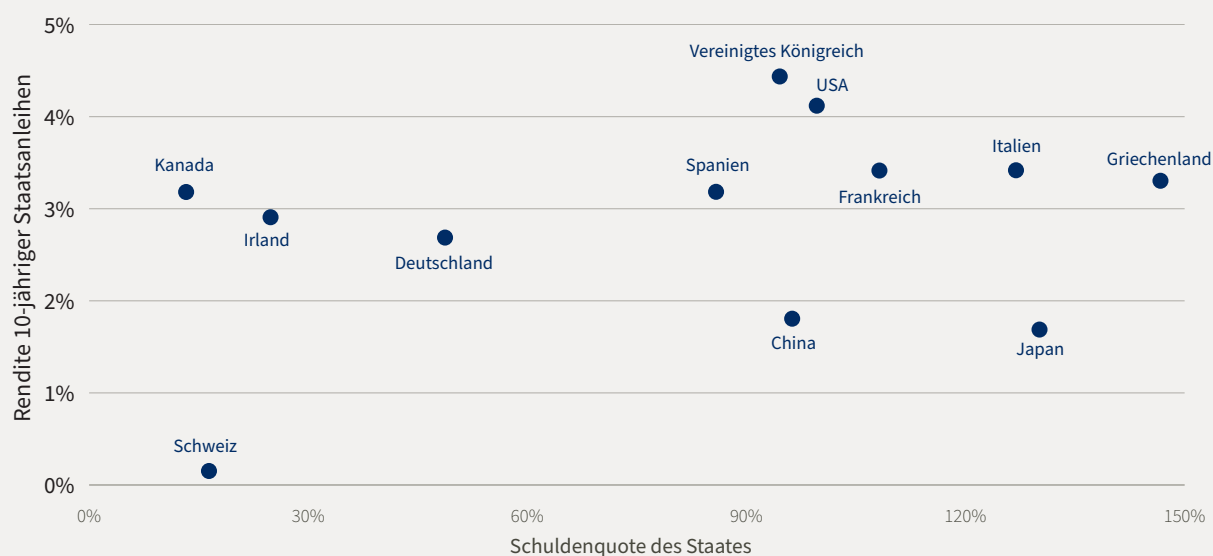
Antwort: Kaum.

Warnung: Dieser Abschnitt enthält Ansichten, die vielen Ökonomen nicht gefallen könnten.

In der Regel besteht kein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Höhe der Staatsverschuldung und den Kosten dieser Verschuldung. Betrachtet man die Geschichte oder die verschiedenen Länder (wobei die Schweiz mit ihrer geringen Verschuldung und niedrigen Renditen vielleicht die offensichtlichste Ausnahme darstellt), ist die Korrelation zwischen Staatsverschuldung bzw. Haushaltsdefiziten einerseits und der Höhe der Anleiherenditen andererseits nicht überzeugend (Abb. 10).

ABBILDUNG 10: ANLEIHERENDITEN UND STAATSSCHULDENQUOTEN VERSCHIEDENER LÄNDER

2025 (%)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg, Weltwirtschaftsausblick des IWF (Oktober 2025)

Anmerkung: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen: Stand 13.11.2025. Alle Staatsschuldenquoten sind auf Nettobasis angegeben, mit Ausnahme von China und Griechenland (die auf Bruttobasis angegeben sind).

In der Regel besteht kein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Höhe der Staatsverschuldung und den Kosten dieser Verschuldung.



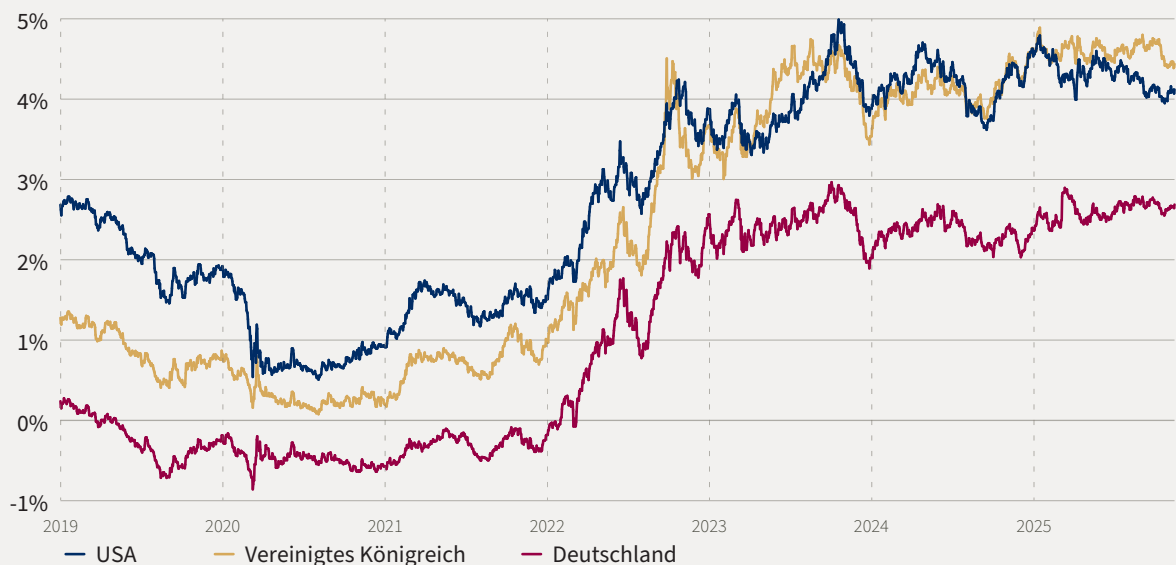
Eine gewisse Verknüpfung wäre naheliegend. Denn je grösser das Angebot an Anleihen ist, desto geringer dürfte ihr Wert sein (niedrigere Anleihepreise bedeuten höhere Renditen). Und kurzfristig, wenn unerwartet ein neues Thema angekündigt wird, ein Truss-Haushalt vorgelegt wird oder (in die andere Richtung) ein Programm zur quantitativen Lockerung (QE) angekündigt wird, wirken sich Ungleichgewichte von Angebot und Nachfrage tatsächlich auf die Preise und Renditen aus. Längerfristig scheinen sich die Auswirkungen jedoch zu verlieren.

Im Jahr 2025 sind die nominalen Renditen trotz aller negativen Schlagzeilen bisher nicht wesentlich gestiegen. Die Rendite der 10-jährigen US-Treasury, der weltweit als „risikolos“ gehandelte Zinssatz, ist sogar gesunken, obwohl die Bedenken in puncto Staatsverschuldung dort erhöht sind (Abb. 11).

Es ist unbestreitbar - die Renditen sind sowohl nominal als auch inflationsbereinigt deutlich höher als im Zeitraum 2015-2020. Allerdings wurde das generelle Zinsniveau damals auf einem „Notfallniveau“ gehalten, und die Zentralbanken hatten über die quantitative Lockerung grosse Teile der Anleihemärkte aufgekauft. Die anschliessende „Normalisierung“ der Zinssätze und Renditen war in erster Linie anderen Faktoren als der staatlichen Kreditaufnahme (oder dem Auslaufen der QE) geschuldet.

Die grössten Haushaltsdefizite und Schuldenanstiege der letzten Zeit traten vielmehr während der Pandemie im Jahr 2020 auf, als die Renditen niedrig waren und weiter sanken.

ABBILDUNG 11: RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHENDS
(%)



Quelle: Rothschild & Co, Bloomberg

8. FRAGE: WAS ALSO IST FÜR DIE RENDITEN WICHTIG?

Antwort: Der Konjunkturzyklus: Wachstum und Inflation

Es gibt zahlreiche interdependente bewegliche Teile. Doch auch wenn Kapitalströme interessant und wichtig sein können und die Preise vorübergehend beeinflussen können, ist es doch eher der Konjunkturzyklus, also die Entwicklung der Wachstums- und Inflationsraten, der regelmässig die Richtung vorgibt.

Abbildung 12 zeigt die Renditen länger laufender Anleihen aus den USA und dem VK neben den Trendraten des nominalen BIP-Wachstums, der Summe aus realem Wachstum und Inflation.

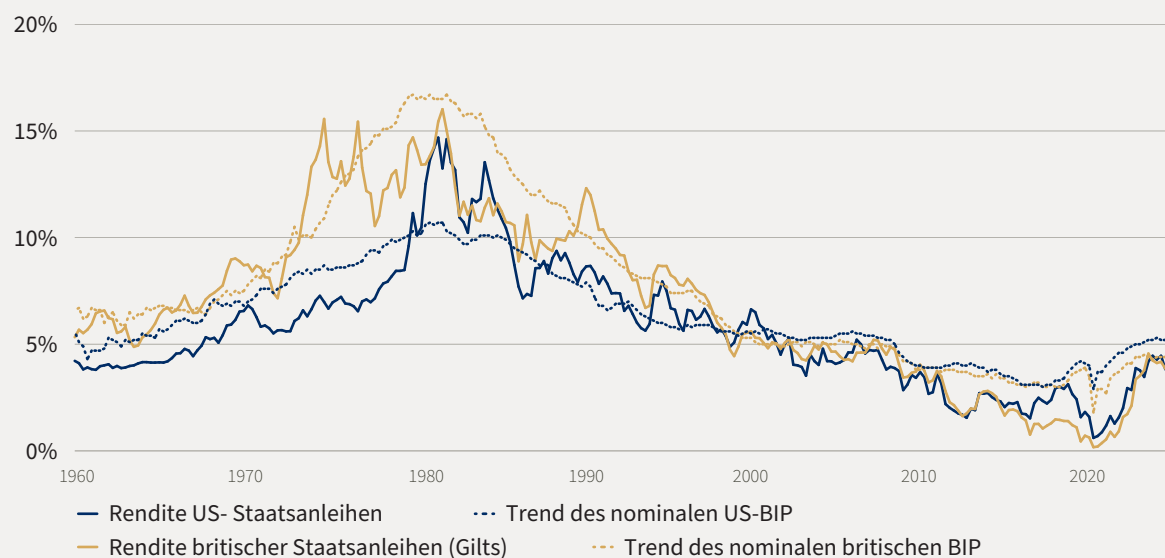
Gemessen an den Standards der Finanzmodellierung handelt es sich um gute Übereinstimmungen. In einigen Teilperioden sind systematische Abweichungen zu verzeichnen, wobei der britische Markt möglicherweise etwas antizipativer scheint als der US-amerikanische Markt. Während der jüngsten Phase der „Notfall“-Geldpolitik fielen beide Renditen deutlich unter das nominale Wachstum. Der durchschnittliche Abstand zwischen den Renditen und der Entwicklung des nominalen BIP über den gesamten Zeitraum beträgt jedoch sowohl in den USA als auch im Vereinigten Königreich weniger als einen Prozentpunkt.

Das mag der Grund dafür sein, dass Staatsdefizite die Renditen oft nicht wie erwartet beeinflussen, nicht einmal kurzfristig. Während einer Rezession kann die Sparquote steigen und die Risikobereitschaft der Anleger nachlassen, während gleichzeitig die Staatsdefizite aufgrund sinkender Steuereinnahmen und steigender Sozialleistungen anwachsen. Zur Zeit der Pandemie wollten Investoren mehr „Safe-Haven“-Anlagen, während Regierungen mehr Geld aufnehmen wollten. Mehr Nachfrage, steigendes Angebot.

Ausserdem können Wachstum und Inflation international stärker korreliert sein als Schulden und Defizite.

ABBILDUNG 12: RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN UND DAS WACHSTUM DES NOMINALEN BIP-TRENDS

(%)



Quelle: Rothschild & Co, LSEG Datastream

DIE SCHLUSSFOLGERUNG?

Das bedeutet jedoch keinesfalls, dass Regierungen unbegrenzt Kredite aufnehmen können (oder das versuchen sollten!). Es könnte bestimmte Grenzen geben, ab denen die Kreditkosten aufgrund von Defiziten und Schulden tatsächlich steigen. Vielleicht haben wir diese Grenzen einfach noch nicht erreicht.

Die gängige Vorstellung, dass „der Markt“ den Regierungen ständig genau vorschreibt, wie viel Geld sie sich leihen dürfen, ist jedoch eine Fata Morgana. Als langfristige Anlageberater müssen wir möglicherweise nicht auf sinkende Verschuldungsquoten warten, bevor wir eine optimistischere Haltung zu Anleihen einnehmen – allerdings benötigen wir dafür wahrscheinlich ein Wachstum und eine Inflation, die schwächer als erwartet ausfallen.

UK BUDGET PREVIEW

Das britische Budget ist eine politische Pantomime – eine laute, unvermeidbare saisonale „Unterhaltung“ zweifelhafter Geschmacksrichtung. Viele Einzelpersonen sind betroffen, zum Teil erheblich, aber sobald wir das Theater verlassen, wird uns bewusst, dass sich unser kollektiver Ausblick kaum verändert hat und dass wir diese verlorene Zeit nicht zurückbekommen.

Wir schreiben diese Zeilen eine Woche vor dem diesjährigen „fiskalischen Ereignis“. Die Vorberichte fallen noch aufgeregter aus als sonst, doch die Handlung klingt vertraut. Ein weiser Zauberer verkündet hinter einem Vorhang, dass in einigen Jahren vielleicht etwas Geld fehlen werde, womit die uralten Regeln einer soliden Haushaltsführung verletzt würden, und dass dieses „fiskalische Loch“ irgendwie gefüllt werden müsse. Da Ausgabenkürzungen nicht im Drehbuch stehen, kündigt ein unglückseliger Kanzler – wie immer, nachdem er seinen Vorgängern, dem Brexit und der bösen Stiefmutter die Schuld gegeben hat („Ach ja, haben sie!“) – an, dass die braven Bürger zahlen müssen. Da jedoch auch Steuererhöhungen nicht im Drehbuch vorgesehen sind, präsentiert er ein heimliches Sammelsurium anderer Einnahmequellen („Es steht hinter dir!“), die jenen Bürgern auferlegt werden sollen, die weniger brav sind als die anderen. Da niemand genau festlegen kann, wer diese „weniger braven“ Bürger sind, endet das Ganze in allgemeiner Verwirrung, gefolgt von einem kitschigen Schlusslied, in dem baugetriebenes Wachstum, der magische Geldbaum und eine neue Reihe von Prognosen des Zauberers, der weiterhin fest hinter dem Vorhang bleibt, am Ende alles zum Guten wenden („Da ist ein kleines Häuschen“).

Im Ernst (*wirklich? Anm. d. Autoren*): Das vom Office for Budget Responsibility angeblich identifizierte britische Haushaltsdefizit wirkt nicht besonders gross – weniger als 1 % des BIP am Ende des Prognosehorizonts. Die wahrscheinlichen Erhöhungen der geplanten Einnahmen dürften den gesamtwirtschaftlichen Ausblick des Vereinigten Königreichs kaum verändern. Für die Betroffenen selbst haben sie natürlich Bedeutung, und nach derzeitigem Stand scheinen davon überwiegend wohlhabendere und ältere Haushalte betroffen zu sein. Die politische Bedeutung dieses Haushalts dürfte jedoch weit grösser sein als seine makroökonomischen Konsequenzen.



Wichtige Informationen

Dieses Dokument wurde von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited erstellt. Ausser mit ausdrücklicher schriftlicher Zustimmung von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited darf dieses Dokument weder ganz noch teilweise kopiert, vervielfältigt, verteilt oder an andere Personen weitergegeben werden. Dieses Dokument dient lediglich Informations- und Marketingzwecken und stellt weder eine persönliche Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder anderen Bank- oder Anlageprodukten dar. Dieses Dokument stellt keine rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung dar.

Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen, und es ist möglich, dass Sie den Betrag Ihrer ursprünglichen Investition nicht zurückerhalten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Anhaltspunkt für die künftige Wertentwicklung herangezogen werden. Investitionen mit dem Ziel der Rendite sind mit der Übernahme von Risiken verbunden: Die angestrebte Wertentwicklung kann nicht garantiert werden. Sollten Sie Ihre Ansichten bezüglich Ihrer Anlageziele und/oder Ihrer Risiko- und Renditetoleranz(en) ändern, wenden Sie sich bitte an Ihren Kundenberater. Wenn eine Anlage ein Engagement in einer Fremdwährung beinhaltet, können Wechselkurschwankungen den Wert der Anlage und die daraus erzielten Erträge steigen oder fallen lassen. Die Erträge können auf Kosten der Kapitalerträge erzielt werden. Die Portfoliorenditen werden auf einer „Total Return“-Basis betrachtet, d. h. die Renditen ergeben sich sowohl aus dem Kapitalzuwachs oder der Wertminderung, die sich in den Kursen der Anlagen Ihres Portfolios widerspiegeln, als auch aus den Erträgen, die Sie in Form von Dividenden und Coupons aus diesen Anlagen erhalten. Die in diesem Dokument dargestellten Bestände in Beispielp- oder realen diskretionären Portfolios dienen lediglich der Veranschaulichung und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Wie auch der Rest dieses Dokuments dürfen sie nicht als Aufforderung oder Empfehlung für eine separate Anlage betrachtet werden.

Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten aus Quellen stammen, die als zuverlässig gelten, wird weder eine ausdrückliche noch eine stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung gegeben, und ausser im Falle von Betrug wird von Rothschild & Co Wealth Management UK Limited keine Verantwortung oder Haftung in Bezug auf die Fairness, Genauigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Informationen, die diesem Dokument zugrunde liegen, oder für jegliches Vertrauen, das eine Person in dieses Dokument setzt, übernommen. Insbesondere wird keine Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich des Erreichens oder der Angemessenheit der in diesem Dokument enthaltenen Zukunftsprognosen, Ziele, Schätzungen oder Vorhersagen gegeben. Darüber hinaus können alle in diesem Dokument verwendeten Meinungen und Daten ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Wo Daten in dieser Präsentation aus folgender Quelle stammen: MSCI, sind wir als Bedingung für die Nutzung verpflichtet, Sie darauf hinzuweisen, dass: „Weder MSCI noch irgendeine andere Partei, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der MSCI-Daten beteiligt ist oder damit in Verbindung steht, gibt irgendwelche ausdrücklichen oder stillschweigenden Garantien oder Zusicherungen in Bezug auf diese Daten (oder die Ergebnisse, die durch deren Verwendung erzielt werden), und alle diese Parteien lehnen hiermit ausdrücklich alle Garantien für die Originalität, Genauigkeit, Vollständigkeit, Marktgängigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck in Bezug auf diese Daten ab. Ohne das Vorstehende einzuschränken, haften MSCI, seine verbundenen Unternehmen oder Dritte, die an der Zusammenstellung, Berechnung oder Erstellung der Daten beteiligt sind oder damit in Verbindung stehen, in keinem Fall für direkte, indirekte, Folgeschäden, Schäden mit Strafcharakter oder sonstige Schäden (einschließlich entgangener Gewinne), selbst wenn sie über die Möglichkeit solcher Schäden informiert wurden. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung von MSCI ist die Weitergabe oder Verbreitung der MSCI-Daten nicht gestattet.“

Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Eingetragen in England unter der Nummer 04416252. Eingetragener Firmensitz: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Zugelassen und beaufsichtigt von der Financial Conduct Authority.

Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, CH-8034 Zürich, in der Schweiz und im Ausland verbreitet. Die Verbreitung dieses Dokuments kann in bestimmten Ländern durch Gesetze oder andere Vorschriften eingeschränkt sein. Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterliegen, die die Verbreitung dieses Dokuments oder der darin erwähnten Anlagestrategien verbietet. Dementsprechend sollten sich die Empfänger dieses Dokuments über alle geltenden rechtlichen und regulatorischen Anforderungen informieren und diese beachten. Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika versandt oder dorthin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten von Amerika oder an eine US-Person verbreitet werden. Der Begriff „Vereinigte Staaten“ umfasst die Vereinigten Staaten von Amerika, alle ihre Gliedstaaten, ihre Territorien und Besitzungen sowie alle Gebiete, die ihrer souveränen Rechtsprechung unterliegen.

Rothschild & Co Bank AG ist lizenziert und unterliegt der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA, Laupenstrasse 27, 3003 Bern, Schweiz (www.finma.ch).