

ASSET ALLOKATION | JUNI/JULI 2022

Mosaique Views

03 Zusammenfassung

04 Übersicht Asset Allokation

05 Aktien: Regionen

06 Aktien: Sektoren

07 Festverzinsliche Wertpapiere

07 Währungen

Die Märkte im Überblick

Russlands Angriff auf die Ukraine wird das Wachstum senken und die Inflation anheizen



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment
Officer

Unsere Gedanken sind bei denjenigen, die von dem schrecklichen Konflikt betroffen sind, der immer noch wütet, was unsere wirtschaftlichen Sorgen deutlich relativiert. Diese Sorgen sollten vielleicht ohnehin etwas weniger drängend sein. Der Konflikt hat sich bisher weniger stark auf die Weltwirtschaft ausgewirkt, als es vielleicht der Fall gewesen wäre.

Das Wachstum verlangsamt sich zwar, aber es gibt noch keine Anzeichen für die befürchtete Rezession. Die Industrieländer gingen mit Schwung in diese geopolitische Krise - nicht zuletzt wegen der weit verbreiteten Aufstockung der Lagerbestände nach der Pandemie. In China werden die vor kurzem erneuerten, mit dem Covid zusammenhängenden Verbote gelockert, was eine Wiederbelebung des Wachstums in China verspricht.

Die realen Energiekosten sind immer noch nicht so hoch, wie es den Anschein hat - die realen Ölpreise waren 2012 höher -, und selbst die verstärkte Meidung russischer Exporte durch den Westen dürfte keine dramatischeren Ausschläge auslösen.

Auch die monetären Bedingungen sind nicht besonders angespannt. Wenn überhaupt, sind die realen Zinskosten und die Schuldenlast im letzten Jahr gesunken, selbst als die Leitzinsen infolge des Inflationsanstiegs zu steigen begannen.

Von einer "Stagflation" zu sprechen, erscheint uns daher noch verfrüht. Dennoch bleibt das Investitionsklima risikoreicher. Wir hoffen auf eine baldige friedliche Beilegung des Konflikts, aber eine Eskalation ist auch jetzt schon möglich: Die Rationalität wird sich nicht durchsetzen. Und die Zentralbanken werden nicht zulassen, dass die Politik so locker bleibt: Die Zinserwartungen haben ihren Aufwärtstrend aus der Vorkrisenzeit wieder aufgenommen.

Wir hatten unsere Aktiengewichtung bereits im neuen Jahr reduziert, als klar wurde, dass die Zentralbanken tatsächlich (etwas verspätet) mit der Normalisierung der unnötig locker gewordenen monetären Bedingungen beginnen wollten. Nach der Nachricht von der Invasion haben wir sie weiter reduziert.

Unsere Aktienbestände sind jedoch nur noch neutral: Wir sehen die Rentabilität der Unternehmen nach wie vor als gesund an, und die Bewertungen sind zwar überzogen, aber nicht abwegig. Und die freigesetzten Mittel werden als liquide Mittel gehalten: Wir bleiben in festverzinslichen Wertpapieren stark untergewichtet.

Wir waren nicht der Meinung, dass die Verringerung der weltweiten Risikobereitschaft groß genug sein würde, um Anleihen lange zu halten - und in der Tat befinden sich die wichtigsten Staatsanleiherenditen auf beiden Seiten des Atlantiks wieder auf neuen Mehrjahreshöchstständen, was in letzter Zeit auf den erwarteten Anstieg der Realzinsen zurückzuführen ist.



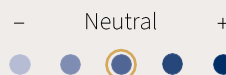
Kevin Gardiner
Global Investment
Strategist

Übersicht Asset Allokation

Juni/Juli 2022

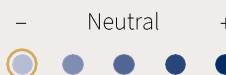
Wir haben unsere doppelte (maximale) Übergewichtung in Aktien auf neutral reduziert, und zwar in zwei Schritten: zuerst Anfang Januar und dann am 24. Februar. Wir haben eine doppelte Untergewichtung in Anleihen beibehalten und stattdessen in Barmittel umgeschichtet, wo wir nun doppelt übergewichtet sind.

AKTIEN



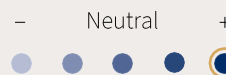
Wir haben unsere Übergewichtung reduziert, zum einen wegen des steigenden Zinsrisikos, zum anderen wegen der Störungen und der wirtschaftlichen Verlangsamung im Zusammenhang mit dem Konflikt in der Ukraine (das Risiko eines langsameren Wachstums hat nicht zu einer bedeutenden Verringerung des Zinsrisikos geführt). Die Rentabilität der Unternehmen dürfte jedoch nicht stark beeinträchtigt werden, und wir halten Aktien nach wie vor für die Anlageklasse, die auf lange Sicht am ehesten geeignet ist, das reale Vermögen zu erhalten.

FESTVERZINSLICHE WERTPAPIERE



Im Jahr 2021 haben wir Anleihen maximal untergewichtet. Trotz des jüngsten Renditeanstiegs und des wahrscheinlichen Anstiegs der Nachfrage nach sicheren Häfen infolge der Ukraine-Krise, sehen wir nach wie vor wenig Chancen, dass die Anlageklasse langfristig inflationsübertreffende Renditen abwirft. Wir bevorzugen weiterhin Unternehmens- und Schwellenländeranleihen gegenüber Kernstaatsanleihen und bleiben trotz flacherer Renditekurven bei der Duration untergewichtet.

GELDMARKT



Die Aussicht auf positive reale Renditen liegt noch in weiter Ferne, aber die nominale Stabilität von Bargeld und die Möglichkeit, von der Volatilität von Aktien (oder eventuell von Anleihen) zu profitieren, machen es derzeit attraktiv. Wir gehen nicht davon aus, dass die Übergewichtung lange genug anhält, um die Inflation zu untergraben.

GOLD



Gold ist seit drei Jahrtausenden ein langfristiges Wertaufbewahrungsmittel, auch wenn seine kurzfristige Volatilität hoch sein kann. Seine langfristige Glaubwürdigkeit hängt nicht von Zentralbanken, Regierungen oder einer Internetverbindung ab, und seine geringe Korrelation mit traditionellen Anlagen kann für Diversifizierung sorgen. Aus taktischer Sicht wird der Schub, den es durch die heutige Inflation erhalten könnte, durch die Aussicht auf steigende (reale) Zinssätze ausgeglichen.

Übersicht Asset Allokation

LEGENDE	-	Neutral	+
Materielles Übergewicht	●	●	●
Benchmark Gewicht	●	●	●
Materielles Untergewicht	●	●	●

Festverzinsliche Wertpapiere

EUR

High-grade	●	●	●	●	●
IG low-grade	●	●	●	●	●
High-yield	●	●	●	●	●
Laufzeit	●	●	●	●	●

USD

High-grade	●	●	●	●	●
IG low-grade	●	●	●	●	●
High-yield	●	●	●	●	●
Laufzeit	●	●	●	●	●

CHF

High-grade	●	●	●	●	●
IG low-grade	●	●	●	●	●
High-yield	●	●	●	●	●
Laufzeit	●	●	●	●	●

Gold

Gold	●	●	●	●	●
------	---	---	---	---	---

Währungen

USD	●	●	●	●	●
EUR	●	●	●	●	●
CHF	●	●	●	●	●
Restliche Welt	●	●	●	●	●

Aktien: Regionen

	-	Neutral	+
Nord-Amerika	●	●	●
Entwickeltes Europa ex-UK	●	●	●
UK	●	●	●
Schweiz	●	●	●
Japan	●	●	●
Pazifik ex-Japan	●	●	●
EM ex-Asien	●	●	●
EM Asien	●	●	●

Aktien: Sektoren

	-	Neutral	+
US			
Energie	●	●	●
Materialien	●	●	●
Industrie	●	●	●
Versorger	●	●	●
Diskretionäre Konsumgüter	●	●	●
Grundbedarfsgüter	●	●	●
Kommunikation	●	●	●
Gesundheitsdienstleister	●	●	●
Technologie	●	●	●
Finanzdienstleister	●	●	●
Immobilien	●	●	●
Europa			
Energie	●	●	●
Materialien	●	●	●
Industrie	●	●	●
Versorger	●	●	●
Diskretionäre Konsumgüter	●	●	●
Grundbedarfsgüter	●	●	●
Kommunikation	●	●	●
Gesundheitsdienstleister	●	●	●
Technologie	●	●	●
Finanzdienstleister	●	●	●
Immobilien	●	●	●

Aktien: Regionen

ZUSAMMENFASSUNG

Die Bedrohung des Wachstums durch den Ukraine-Konflikt hat uns veranlasst, unsere Gewichtung in (Kontinental-)Europa zu reduzieren, mit Ausnahme der Schweiz, die wir aufgrund ihres defensiven Eigenschaften erhöht haben. Wir sind nach wie vor nicht von den rohstoffintensiven Märkten in Großbritannien und den Schwellenländern (ohne Asien) überzeugt, sondern gehen davon aus, dass die USA ihre Führungsrolle wieder übernehmen und die asiatischen Schwellenländer wieder an Stärke gewinnen werden. Russland, das zum Block der osteuropäischen Schwellenländer gehört, ist für internationale Anleger praktisch nicht mehr investierbar.

Nord-Amerika



Der Ukraine-Konflikt dürfte hier kaum direkte Auswirkungen haben. Die Wiederaufstockung der Lagerbestände und die aufgestaute Verbrauchernachfrage dürften das Wachstum auch dann aufrechterhalten, wenn die Steuer- und Geldpolitik restriktiver wird. Die betriebliche Hebelwirkung könnte die erwartete Rentabilität im Jahr 2022 weiter in die Höhe treiben, selbst wenn die Kosten steigen.

Japan



Die Bewertungen waren attraktiv, aber der Trend zur Verbesserung der Rentabilität war schon lange vor dem Eintreffen der Pandemie verblasst. Der japanische Markt erfordert traditionell die meisten taktischen Überlegungen, und der Übergang zu einem konventionelleren kapitalistischen Modell schreitet nur langsam voran.

Entwickeltes Europa ex-UK



Wir haben die Gewichtung wieder auf untergewichtet zurückgesetzt: Europa ist wirtschaftlich am engsten mit der Ukraine und Russland verbunden und seine Aktienmärkte können in Zeiten globaler zyklischer und finanzieller Spannungen relativ empfindlich sein.

Pazifikex-Japan



Die starken Rohstoffpreise stützen die australische Wirtschaft, aber steigende Dollar-Zinsen und anhaltende politische Spannungen könnten Hongkong bremsen. Wir bleiben neutral.

Vereinigtes Königreich



Die hohe Gewichtung des britischen Marktes in unpopulären und ESG-belasteten Sektoren wie Öl und Bergbau hat sich negativ ausgewirkt. Vieles war schon eingepreist, und als sich die Rohstoffpreise 2021 wieder erholten, stufen wir auf neutral um. Ungeachtet der Ukraine tendieren wir nicht dazu, weitere Titel hinzuzufügen.

EM ex-Asien



Zuvor dominierten Russland (mit seinem hohen geopolitischen Risiko, seiner schwachen Regierungsführung und seiner wenig diversifizierten Wirtschaft) und Lateinamerika (mit Problemen der Regierungsführung, einer ähnlich hohen Rohstoffgewichtung und Wechselkursschwankungen). Russland wurde effektiv aus der Benchmark gestrichen, aber wir wollen von hier aus nicht den Rohstoffpreisen hinterherlaufen: Wir bleiben neutral.

Schweiz



Die hohe Gewichtung des Gesundheitswesens und der Basiskonsumgüter verleiht dem Schweizer Markt eine defensive Ausrichtung: Im heutigen nervösen Klima ist dies nicht mehr so abschreckend wie früher, und wir haben unsere Untergewichtung reduziert.

EM Asien





China dominiert diesen Block und wurde durch eine Mischung aus regulatorischen, konjunkturellen, geopolitischen und nun wieder aufkeimenden Ansteckungsängsten schwer getroffen. Es wird zu den niedrigsten relativen Bewertungen seit dem Beitritt Chinas zur WTO gehandelt und bleibt im Gegensatz zu Russland (unserer Meinung nach) investierbar. Längerfristig werden die asiatischen Schwellenländer die dynamischste Region bleiben, da sich das globale BIP und Kapital dorthin verlagern. Wir bleiben übergewichtet.

Aktien: Sektoren

ZUSAMMENFASSUNG

Wir sehen noch keine umfassende Umkehr der Marktführerschaft des letzten Jahres und haben eine Mischung aus zyklischem und strukturellem Wachstum bevorzugt, die durch untergewichtete Positionen in defensiveren und anleiheähnlichen Sektoren finanziert wurde. Infolge des Angriffs auf die Ukraine haben wir jedoch einige zyklische Positionen reduziert und die Untergewichtung von defensiven Titeln verringert.

Gesundheitssektor (US) 
Gesundheitssektor (EUx)¹ 

Dies ist der einzige defensive Sektor, in dem wir eine Übergewichtige Position haben, zunächst in den USA und seit kurzem auch in Europa. Er ist nicht nur defensiv: Das Gesundheitswesen kann auch langfristiges Wachstum bieten.

Technologie (US) 
Technologie (EUx) 

Ein Sektor mit langer Duration, der sich aber auch zyklisch entwickeln kann. Wir haben unsere Übergewichtung im letzten Jahr reduziert, da wir uns auf Sektoren konzentrierten, die weniger von höheren langfristigen Zinsen betroffen sind.

Industrie (US) 
Industrie (EUx) 


Ein spätyyklischer Sektor, der in der Regel höhere Zinssätze verkraften kann, aber anfällig für den Konflikt ist: Wir sind auf neutral heruntergestuft worden.

Materialien (US) 
Materialien (EUx) 

Langfristig sind Werkstoffe aufgrund von ESG-Erwägungen mit mehr Gegenwind konfrontiert als die meisten anderen Sektoren, aber die Bewertungen sind überzeugend geworden, und der Konflikt könnte sie für eine Weile begünstigen: Wir bleiben Übergewichtet.

Energie (US) 
Energie (EUx) 

Aus offensichtlichen Gründen haben sich die Aktienkurse weiter erholt, aber wir sehen die ESG- und strukturellen Herausforderungen (wie z. B. die alternative Energieversorgung) immer noch als zu gross an, als dass wir unsere taktischen Ansichten ändern würden.

Immobilien (US) 
Immobilien (EUx) 



Obwohl der Sektor eine gewisse zyklische Komponente aufweist, ist er oft ein Ersatz für Anleihen. Es handelt sich um Aktien, nicht um direkte Immobilien.

Kommunikation (US) 
Kommunikation (EUx) 



Ein Nutznießer von Änderungen der langfristigen Arbeitspraktiken, aber auch eine Zielscheibe für regulatorische Bedenken und höhere langfristige Sätze. Wir reagieren nicht besonders empfindlich auf diesen Konflikt. Wir bleiben neutral.

Versorger (US) 
Versorger (EUx) 



Wir bleiben untergewichtet: Der Sektor ist zu defensiv und anleiheanfällig, um noch attraktiv zu sein.

Finanzdienstleister (US) 
Finanzdienstleister (EUx) 

Im Jahr 2021 haben wir US-Finanzwerte Übergewichtet, sind jetzt aber wieder auf neutral und in Europa untergewichtet. Finanztitel profitieren von steigenden Zinsen, sind aber auch sehr anfällig für Marktneurose und Wachstumsrisiken.

Diskr. Konsumgüter (US) 
Diskr. Konsumgüter (EUx) 

Die zyklischen Wachstumsaussichten haben sich durch den Konflikt verschlechtert, vor allem in Europa, wo der Verlust des russischen Geschäfts am deutlichsten zu spüren sein wird. Wir haben den Sektor auf neutral herabgestuft.

Grundbedarfsgüter (US) 
Grundbedarfsgüter (EUx) 

Die defensive Haltung ist im derzeitigen Klima weniger abschreckend und im Vergleich zu anderen Sektoren ist es unwahrscheinlicher, dass er von Sanktionen betroffen ist. Wir haben die doppelte Untergewichtung aufgehoben.

¹ EUx = Entwickeltes Europa ex-UK

Festverzinsliche Wertpapiere

ZUSAMMENFASSUNG

Trotz weiter steigender Renditen (und Anhebungen der Leitzinsen in den USA und der Bank of England) bleiben wir bei der Duration vorerst untergewichtet. Der Konflikt hat die Attraktivität von «sicheren Häfen» nicht so stark erhöht, wie es möglich gewesen wäre, und das Inflations- und Zinsrisiko ist nach wie vor groß. Die Zentralbanken sind weiter "hinter der Kurve", als sie es vorhatten. Außerdem bevorzugen wir nach wie vor minderwertige Investment-Grade- und spekulative (oder "hochverzinsliche") Anleihen gegenüber Kern-Staatsanleihen: Die Spreads haben sich deutlich ausgeweitet.

High-grade (USD) 

High-grade (EUR, CHF) 

Anhaltende Inflations- und Zinsrisiken sind nach wie vor Gegenwind für die Märkte von Staatsanleihen und hochwertige Unternehmensanleihen, die auch nach dem weiteren Ausverkauf immer noch teuer sind.

IG low-grade (USD) 

IG low-grade (EUR, CHF) 

Die Unterstützung durch die Käufe der Zentralbanken lässt nach, aber der Cashflow und die Kreditwürdigkeit der Unternehmen bleiben vorerst solide. Wir gehen nicht davon aus, dass sich die jüngsten Spread-Ausweitungen fortsetzen.

High Yield (USD) 

High Yield (EUR, CHF) 

Selbst vor dem Hintergrund des Konflikts scheint es noch zu früh für eine deutliche Verschlechterung der Fundamentaldaten der Unternehmen.

Liquiditätsüberlegungen können in diesem Segment schlecht sein, aber wir bleiben vorerst konstruktiv.

Laufzeit 

Die Renditekurven haben sich weiter abgeflacht, da weitere erwartete Erhöhungen der Leitzinsen eingepreist wurden - ungeachtet der Ukraine-Krise. Dieser Prozess ist möglicherweise noch nicht abgeschlossen. Die Renditen können jedoch über die gesamte Kurve hinweg steigen, und es könnte zu früh sein, unsere Untergewichtung der Duration an den großen Anleihemärkten aufzugeben.

Währungen

ZUSAMMENFASSUNG

Die wichtigsten Wechselkurse sind angesichts des plötzlichen Anstiegs der Risiken bemerkenswert stabil geblieben: Der Dollar hat sich aufgrund einer gewissen Nachfrage nach sicheren Häfen und steigender Zinserwartungen etwas gefestigt, ist aber nicht aus den wichtigsten Handelsspannen ausgebrochen (im Gegensatz z. B. zu den Anleiherenditen). Wir bleiben vorerst neutral. Längerfristig wird der Dollar wahrscheinlich auf absehbare Zeit die wichtigste Reservewährung bleiben: Das Gerede über ein verändertes Rechnungsverhalten wird die zugrunde liegende Nachfrage und das Angebot nicht beeinflussen. Der Renminbi kann den Dollar erst dann stärker herausfordern, wenn Chinas Kapitalverkehrskontrollen und der strukturelle Leistungsbilanzüberschuss verschwinden.

US Dollar 

Oftmals ein sicherer Hafen in Zeiten der Anspannung, aber auch ein potenzieller Nutznießer eines von den USA geführten geldpolitischen Straffungszyklus. Er ist nicht besonders teuer. Durch die Ukraine-Krise haben sich die Chancen ein wenig weiter zu seinen Gunsten verschoben, aber noch nicht entscheidend.

Euro 

Wir haben unsere Untergewichtung im Jahr 2020 eingestellt, als klar wurde, dass die deutsch-französische Anleiheinitiative die Aussichten für die Union und ihre gemeinsame Währung unterstützen würde. Die Nerven der Ukraine könnten sie wieder angreifbar machen.

CHF 

Die Attraktivität des Frankens als sicherer Hafen war in den letzten Monaten nicht so offensichtlich, vielleicht weil er der Ukraine näher steht als der USD.

Restliche Welt¹ 

Die Erwartungen an die britische Wirtschaft außerhalb der EU sind wahrscheinlich zu niedrig; Chinas Wachstumsaussichten und Investitionsattraktivität dürfen nicht unterschätzt werden.

¹ GBP, YEN, Renminbi, AUD

Wealth Insights

Das Herzstück von Wealth Insights ist ein breites Spektrum an aktuellen und aufschlussreichen Publikationen, Podcasts und Infografiken.

Für unsere neuesten Publikationen besuchen Sie bitte unsere Seite.

www.rothschildandco.com/insights



Dieses Dokument wird von der Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich (die "Bank") lediglich zu Informations- und Marketingzwecken und nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers herausgegeben. Ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung der Bank darf es weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. 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 dar. Die Informationen und Daten in diesem Dokument stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert die Bank 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. 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. Rothschild & Co Bank AG hat ihren Sitz der Gesellschaft an der Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich, Schweiz und ist zugelassen und beaufsichtigt von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.