

MAI 2023

# Mosaique Asset Allokation

# Unsere derzeitige Sichtweise



**Dr. Carlos Mejia**  
Chief Investment Officer

## DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Der Bankenstress lässt nach, die Ansteckungsgefahr bleibt jedoch der grösste taktische Gegenwind
- Die Wirtschaft wächst weiterhin, während sich die disinflationäre Entwicklung fortsetzt, wenn auch uneinheitlich
- Unser Anlageansatz: Die allgemeine Risikobereitschaft ist unverändert, und die Mosaik-Portfolios sind immer noch relativ liquide

Die konjunkturellen Risiken, mit denen sich die Märkte im Jahr 2022 auseinandersetzen mussten, haben nachgelassen, wobei die geopolitischen Risiken (Ukraine und verstärkte Spannungen zwischen China und den USA) nach wie vor hoch sind. Die Inflation hat sich langsam und uneinheitlich abgekühlt, währenddessen erwies sich das Wirtschaftswachstum als robust.

Der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank («SVB») in den USA, die unfreiwillige Übernahme der Credit Suisse in der Schweiz und die erneute Besorgnis über eine Ausbreitung ließen die Sorgen über den Bankensektor im März erneut aufleben. Diese Befürchtungen haben sich im April etwas beruhigt, belasten die Stimmung aber weiterhin. Der Schwerpunkt hat sich daher wieder auf Wachstum und Unternehmensgewinne verlagert, während das Inflations- und Zinsrisiko etwas in den Hintergrund getreten ist.

Wir bezweifeln, dass uns eine schwerwiegende Bankenkrise bevorsteht. Die betroffenen Banken zeichneten sich durch sehr unternehmensspezifische Risiken aus, während der Bankensektor im Allgemeinen gut kapitalisiert zu sein scheint (zumindest im Vergleich zu 2007/8), die Qualität der Aktiva ist besser, dazu haben die Aufsichtsbehörden ihre Bereitschaft gezeigt, entschlossen und schnell zu handeln.

Eine derartige Krise hätte hochgradig deflationäre Auswirkungen, bei denen höhere Zinsen überflüssig sein würden: Die optimistischere Neubewertung der Geldmärkte ist eine logische Folge. Falls eine solche Krise ausbleibt und die systemischen Risiken sich wieder abkühlen, könnten

die impliziten Zinssätze und damit auch die Anleiherenditen wieder ansteigen. Allerdings werden sie dabei nicht unbedingt das Niveau erreichen, mit dem vor dem Zusammenbruch der SVB gerechnet wurde. Allein schon der Gedanke an eine Ansteckung im Bankensektor und die zu erwartende Verschärfung der Kreditbedingungen, die nun wahrscheinlich näher gerückt ist, tragen zu einer Verringerung des Inflationsrisikos bei.

Gleichzeitig verbessern sich die Handelsbedingungen der Industrieländer weiter, da die Energiekosten - insbesondere die Erdgaspreise - gesunken sind, auch die Wiedereröffnung Chinas verspricht Unterstützung für das Wachstum. Wenn ein Stillstand der Märkte vermieden wird, und davon gehen wir aus, sollten sich die Konjunkturaussichten für den weiteren Jahresverlauf nicht wesentlich verschlechtern haben.

Die Bewertungen am Aktienmarkt sind nach wie vor unspektakulär: Die konjunkturbereinigten KGVs liegen nahe am Trend. Bei den Anleihen hingegen zogen die Kurse aufgrund der erneuten Flucht in sichere Anlagen - ausgelöst durch die Bankenbeben - an und erscheinen uns vor allem in Europa ein wenig teuer.



**Kevin Gardiner**  
Global Investment Strategist

## INVESTMENT FAZIT

Im Hinblick auf die Konjunktur sind wir auch jetzt noch nicht über den Berg. Bis März waren es die Zinssätze, die uns davon abhielten, in Aktien zu investieren. Nun hat sich die Stimmung in Bezug auf Unternehmensgewinne und Rentabilität aufgrund des gestiegenen wahrgenommenen Bankenrisikos wieder getrübt – gerade, wo sich hier bereits ein gewisser Optimismus etabliert hatte. Unter diesen Umständen bieten die niedrigeren Zinssätze, die derzeit auf den Geldmärkten eingepreist werden, nur einen teilweisen Ausgleich. Unsere Aktiengewichtungen sind weiterhin neutral, unsere regionalen und sektoralen Positionen sind unverändert.

Wir sind auch nicht geneigt, den steigenden Anleihemärkten zu folgen: Wenn wir Recht haben, wird diese jüngste Flucht in sichere Anlagen nicht von Dauer sein. In den europäischen Portfolios haben wir nie ganz die Bewertungen im Anleihenmarkt erreicht, zu denen wir unsere langjährigen Untergewichtungen gerne geschlossen haben, und bei diesen höheren Preisen sehen wir hier kaum Mehrwert.

Damit bleibt unser Bestand an aktiven Positionierungen im Vergleich zu den letzten Jahren weiterhin gering. Diese Strategie erscheint uns an der Schwelle zu einem neuen Zyklus angemessen – selbst, wenn diese Entwicklung aufgrund der Nervosität im Bankensektor länger auf sich warten lassen könnte.





# Portfoliostruktur

Anfang 2022 haben wir unsere Aktienpositionen in zwei Schritten auf eine neutrale Gewichtung reduziert, unsere Geldmarktbestände übergewichtet und unsere zweifache Untergewichtung im Anleiensegment beibehalten. Später im Jahr haben wir einen Teil der Liquidität verwendet, um die Untergewichtung bei den Anleihen zu reduzieren. In den US-Portfolios haben wir die Untergewichtungen schließlich ganz geschlossen.

Während sich die Zinssätze einem Höchststand näherten und die weltweiten Konjunkturumfragen ihre Talsohle erreichten, sind wir bei unserer neutralen Aktiengewichtung geblieben, haben uns aber stärker zugunsten zyklischer Titel und weg von defensiven Werten ausgerichtet. Ausserdem haben wir unsere Positionierung bei den US-Anleihen aufgrund der verbesserten relativen Bewertungen der Treasuries weiter angepasst.

**Anleihen.** Vor dem Zusammenbruch der SVB hatten die europäischen Anleihen noch immer nicht ganz das Renditeniveau erreicht, das unserer Meinung nach Schutz vor der Inflationsentwicklung bietet, auch schien die Europäische Zentralbank noch den weitesten Weg zu den höchsten Leitzinsen vor sich zu haben. Die weiteren Entwicklungen haben an unserer Einschätzung nichts geändert. Wir halten in unseren europäischen Portfolios an der Untergewichtung der festverzinslichen Wertpapiere und der Duration fest und bevorzugen - ungeachtet des erhöhten wahrgenommenen Bankenrisiko - das spekulative Segment der Hochzinsanleihen (High-Yield).

Unsere US-amerikanischen Portfolios sind hinsichtlich Anleihegewichtung und Duration bereits neutral positioniert. Wir bewegen uns nun auch bei der Kreditqualität in Richtung einer neutralen Gewichtung, nachdem wir Ende Januar eine langjährige Untergewichtung bei Anleihen höchster Bonität geschlossen haben.

**Aktien.** Ende Januar haben wir eine langjährige Übergewichtung von US-Titeln und eine Untergewichtung der Region Kontinentaleuropa (ohne Schweiz) beendet. Europa ist bei einer sich stabilisierenden

Weltwirtschaft - eine Entwicklung, von der wir überzeugt sind - die attraktivere Alternative und der Mangel an Growth-Aktien wird im kommenden Zyklus vielleicht nicht so stark ins Gewicht fallen. Mit unserer neutralen Gewichtung in den beiden großen Regionen sind wir gut aufgestellt, um zu beobachten, in welchen Bereichen sich die besten Performance-Aussichten abzeichnen.

Wir bauen unsere Übergewichtung in den asiatischen Schwellenländern wieder auf, die wir erst kürzlich auf niedrigeren Marktniveaus geschlossen haben. Allerdings hat sich die Lage hier stark geändert: Die Konjunkturaussichten Chinas verbessern sich dank der unerwarteten Abkehr von der Null-Covid-Politik erheblich und nachhaltig. Diese Einschätzung ist vom Bankenstress nicht betroffen. Im Gegenzug haben wir uns für eine Untergewichtung des defensiven Schweizer Marktes entschieden, der sich in der Folge unterdurchschnittlich entwickelt hat, wenn auch aus anderen Gründen.

In unseren europäischen Portfolios haben wir Ende Januar eine Untergewichtung im Finanzsektor geschlossen und eine Übergewichtung im (defensiven) Gesundheitswesen reduziert. Unsere Sektoreinschätzungen für Europa und die USA sind inzwischen vollständig angeglichen und noch nicht von den Auswirkungen der Bankenkrise betroffen.

**Währungen.** Obwohl der Dollar - ebenso wie Anleihen - von einem gewissen Wiederaufleben des Status von sicheren Häfen profitieren konnte, sind wir der Meinung, dass dies weniger robust ist als in der jüngsten Vergangenheit. Die Leitzinsen der Fed scheinen sich ihren Höchstständen zu nähern, während sich die Weltwirtschaft und die Risikobereitschaft stabilisieren könnten - alles Argumente für einen schwächeren US-Dollar. Zudem sieht die US-Währung teuer aus. Wir erwarten im Zuge der regionalen Umschichtung unserer Aktienpositionierung, dass ein stärkerer Euro die langfristige Renditeentwicklung positiv beeinflussen wird.

# Asset Allokation

**LEGENDE**

|                 | - | Neutral | + |
|-----------------|---|---------|---|
| Übergewichtung  |   |         | ■ |
| Benchmark       |   | ■       |   |
| Untergewichtung | ■ |         |   |
| Änderungen      |   | →       | ← |

|                          |         | -                            | Neutral | + |  |
|--------------------------|---------|------------------------------|---------|---|--|
| <b>PORTFOLIOSTRUKTUR</b> | USA     | Geldmarkt                    |         |   |  |
|                          |         | Aktien                       |         |   |  |
|                          |         | Festverzinsliche Wertpapiere |         |   |  |
|                          |         | Gold                         |         |   |  |
|                          | Europa  | Geldmarkt                    |         |   |  |
|                          |         | Aktien                       |         |   |  |
|                          |         | Festverzinsliche Wertpapiere |         |   |  |
|                          |         | Gold                         |         |   |  |
|                          | Schweiz | Geldmarkt                    |         |   |  |
|                          |         | Aktien                       |         |   |  |
|                          |         | Festverzinsliche Wertpapiere |         |   |  |
|                          |         | Gold                         |         |   |  |
| <b>ANLEIHEN</b>          | USA     | Duration                     |         |   |  |
|                          |         | Hohe Qualität                |         |   |  |
|                          |         | IG Niedrige Qualität         |         |   |  |
|                          |         | Hochverzinslich              |         |   |  |
|                          | Europa  | Duration                     |         |   |  |
|                          |         | Hohe Qualität                |         |   |  |
|                          |         | IG Niedrige Qualität         |         |   |  |
|                          |         | Hochverzinslich              |         |   |  |
|                          | Schweiz | Duration                     |         |   |  |
|                          |         | Hohe Qualität                |         |   |  |
|                          |         | IG Niedrige Qualität         |         |   |  |
|                          |         | Hochverzinslich              |         |   |  |

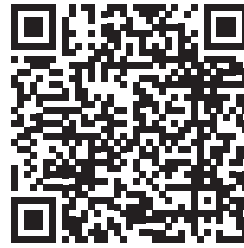
|                  |                       | -                             | Neutral | + |  |
|------------------|-----------------------|-------------------------------|---------|---|--|
| <b>AKTIEN</b>    | Regionen              | Nordamerika                   |         |   |  |
|                  |                       | Eurozone                      |         |   |  |
|                  |                       | Vereinigtes Königreich        |         |   |  |
|                  |                       | Schweiz                       |         |   |  |
|                  |                       | Japan                         |         |   |  |
|                  |                       | Pazifischer Raum (ohne Japan) |         |   |  |
|                  |                       | Schwellenländer (ohne Asien)  |         |   |  |
|                  |                       | Schwellenländer               |         |   |  |
|                  |                       | Asien                         |         |   |  |
|                  |                       | Sektoren (USA)                | Energie |   |  |
|                  | Grundstoffe           |                               |         |   |  |
|                  | Industrie             |                               |         |   |  |
|                  | Versorger             |                               |         |   |  |
|                  | Zyklische Konsumgüter |                               |         |   |  |
|                  | Sektoren (Europa)     | Grundbedarfsgüter             |         |   |  |
| Kommunikation    |                       |                               |         |   |  |
| Gesundheitswesen |                       |                               |         |   |  |
| Technologie      |                       |                               |         |   |  |
| Finanzen         |                       |                               |         |   |  |
| Immobilien       |                       |                               |         |   |  |
| WÄHRUNG          |                       | USD                           |         |   |  |
|                  |                       | EUR                           |         |   |  |
|                  |                       | GBP                           |         |   |  |
|                  |                       | CHF                           |         |   |  |

## Wealth Insights

Wealth Insights bietet interessante Einblicke mit aktuellen Publikationen und Podcasts.

Weitere Informationen finden Sie auf unserer Website unter

[www.rothschildandco.com/insights](http://www.rothschildandco.com/insights)



Dieses Dokument wird von Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zürich lediglich zu Informations- und Marketingzwecken herausgegeben. Es stellt weder eine persönliche Empfehlung oder Beratung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Nichts in diesem Dokument stellt eine 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 Rothschild & Co Bank AG weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Informationen, die diesem Dokument zugrunde liegen, und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut.

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 Verbreitung 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. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt, dorthin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten verteilt oder an US-Personen (im Sinne von Regulation S des US Securities Act von 1933 in dessen jeweils gültiger Fassung) abgegeben werden. Rothschild & Co Bank AG ist von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt.