

MÄRZ 2023

Mosaique Asset Allokation

Unsere derzeitige Sichtweise



Dr. Carlos Mejia
CIO, Rothschild & Co
Bank AG

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Die Inflation kühlt allmählich ab und die Leitzinsen werden bald ihren Höhepunkt erreichen haben;
- Die Risiken für das Wirtschaftswachstum lassen nach;
- Die Finanzmärkte sind daher mit weniger starkem Gegenwind konfrontiert.

Die konjunkturellen Risiken, mit denen sich die Märkte im Jahr 2022 auseinandersetzen mussten, klingen weiter ab, obgleich die geopolitischen Risiken (Ukraine und verstärkte Spannungen zwischen China und den USA) nach wie vor hoch sind.

Vor allem das Inflationsrisiko – und damit auch das Zinsrisiko – scheint seinen Höhepunkt überschritten zu haben. Die Gesamtinflation ist auf beiden Seiten des Atlantiks rückläufig, und in Europa deutet vor allem der zunehmende Einbruch der Großhandelskosten für Erdgas darauf hin, dass sich dieser Trend im Laufe des Jahres verstärken wird.

Die Kerninflation scheint hartnäckiger zu sein und hat vor allem in Europa wahrscheinlich noch nicht den endgültigen Höhepunkt erreicht. Gleichzeitig ziehen die Löhne trotz einiger Streiks nicht so stark an, wie befürchtet. Als Folge sollten die Kerninflationsraten daher im Jahresverlauf zurückgehen.

In der Zwischenzeit sind die Leitzinsen, die im Frühjahr an den Geldmärkten eingepreist wurden, wieder auf einem Niveau, das wir früher als „normal“ bezeichnet haben (auch wenn sich das für die Bilanzen der Zentralbanken noch nicht sagen lässt). Tatsächlich sind sie im letzten Monat wieder leicht gestiegen, während die Zentralbanken und die Märkte mögliche Spitzenwerte testen. Das Wachstum der Gesamtnachfrage hat sich abgeschwächt und auch die Lieferengpässe haben etwas nachgelassen.

Die Verlangsamung des Wachstums scheint weniger gravierend als zunächst befürchtet auszufallen. Eine technische Rezession ist im Jahr 2023 durchaus noch möglich, letztlich gibt es aber trotz weitverbreiteter Prognosen

bisher kaum Anzeichen dafür oder für einen dramatischeren Abschwung. Wir halten einen solchen Abschwung auch weiterhin weder für notwendig noch für wahrscheinlich.

Die großen objektiven Bedrohungen für das Wachstum waren die verschlechterten Handelsbedingungen für die entwickelten Volkswirtschaften aufgrund gestiegener Rohstoffkosten sowie die Auswirkungen der verspäteten Normalisierung der Zinsen. Die chinesische Null-Covid-Politik sorgte lange Zeit ebenfalls für erhebliche Einschränkungen.

Zwei dieser Bedrohungen haben sich im letzten Monat weiter abgeschwächt. Die fallenden Erdgaspreise in Europa haben die Auswirkungen auf die Handelsbedingungen neutralisiert sowie teilweise umgekehrt und China hat die meisten seiner Covid-Regeln abgeschafft. Die höheren Zinssätze müssen sich noch voll bemerkbar machen, allerdings sind die realen Zinssätze nicht hoch, und die Normalisierung der nominalen Zinssätze ist möglicherweise nicht so stark.

Die Marktbewertungen sind mittlerweile angemessen – das trifft seit kurzem sogar auf Anleihen zu. Aktien waren von Anfang an nicht übermäßig teuer, und die jüngsten konjunkturbereinigten Bewertungen entsprachen den langfristigen Trends. Anleihen waren im Jahr 2020 übermäßig teuer, mittlerweile sind die Renditen aber erheblich gestiegen. Im vergangenen Monat haben die großen europäischen Staatsanleihenmärkte ein Renditeniveau erreicht, das wir für attraktiv halten (auch wenn der US-Markt weiterhin günstiger zu sein scheint). Sie bieten nicht mehr „renditefreien Risiken.“



Kevin Gardiner
Global Investment
Strategist

INVESTMENT FAZIT

Mit Blick auf die Konjunktur sind wir immer noch nicht über den Berg. Die Zinserwartungen liegen nun näher an dem „Plateau“-ähnlichen Profil, das wir für realistisch halten, nachdem die Erwartungen vorzeitiger Zinssenkungen in den Hintergrund getreten sind – weitere Erhöhungen der Leitzinsen sind daher durchaus im Bereich des Möglichen. Wir haben unsere langjährige Untergewichtung von Anleihen in USD-Portfolios vor einigen Monaten beendet, hielten das aber für ungeeignet für unsere europäischen Portfolios.

Inzwischen wirken die Erwartungen für die Unternehmensgewinne im Jahr 2023 realistischer, wobei Hochstufungen durch Analysten wahrscheinlich noch in weiter Ferne liegen. Wir sind auch immer noch nicht bereit, unsere Aktienpositionierung erheblich aufzustocken – was der früheren Übergewichtung entspräche.

Ende Januar haben wir die Ausrichtung im Aktienbereich weg von defensiven Titeln und hin zu regional und sektoral zyklischeren Aktien ausgerichtet. Wir halten diese bescheidene Steigerung des Portfoliorisikos für ausreichend.

Der Bestand der aktiven Positionierungen ist derzeit im Vergleich zu den letzten Jahren gering. An der Schwelle zu einem neuen Zyklus, in dem möglicherweise andere Titel gefragt sein werden, halten wir dies für eine angemessene Strategie.



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 nutzten wir einen Teil der Liquidität, um die Untergewichtung bei den Anleihen zu reduzieren. In den US-Portfolios schlossen wir die Untergewichtungen schließlich ganz.

Da sich die Zinssätze einem Höchststand nähern und die weltweiten Konjunkturumfragen ihre Talsohle erreicht haben, bleiben wir bei unserer neutralen Gewichtung bei den Aktien, haben uns aber stärker zugunsten zyklischer Titel und weg von defensiven Werten ausgerichtet. Wir passen unsere Positionierung von US-Anleihen weiter an, um der verbesserten relativen Bewertungen der Treasuries Rechnung zu tragen.

Anleihen. Die europäischen Anleiherenditen scheinen noch keine Renditen zu bieten, die langfristig die Inflationsrate schlagen, während die EZB möglicherweise noch den weitesten Weg zu ihren höchsten Leitzinsen vor sich hat. In den europäischen Portfolios halten wir bei der Anleihegewichtung und der Laufzeit weiterhin an unserer Untergewichtung fest und bevorzugen das spekulative Segment der Hochzinsanleihen (High-Yield).

Bei den US-amerikanischen Portfolios sind wir bei der Anleihegewichtung und der Laufzeit bereits neutral gewichtet. Wir bewegen uns nun auch bei der Kreditqualität in Richtung eines neutralen Niveaus und beenden damit eine langjährige Untergewichtung der Anleihen höchster Bonität.

Aktien. Ende Januar haben wir eine langjährige Übergewichtung von US-Aktien und eine Untergewichtung der Region Kontinentaleuropa (ohne Schweiz) beendet.

Europa ist bei einer sich stabilisierenden Weltwirtschaft 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 die besten Performance-Aussichten zu erwarten sind.

Wir bauen unsere Übergewichtung in den asiatischen Schwellenländern wieder auf, das wir erst kürzlich auf niedrigeren Marktniveaus geschlossen haben. Allerdings hat sich die Lage hier stark geändert: Die Konjunkturaussichten sind dank der unerwarteten Abkehr von der Null-Covid-Politik erheblich optimistischer und zudem überraschte die Regierung mit mehr Toleranz gegenüber zuvor abgestraften Sektoren. Dafür haben wir uns erneut für eine Untergewichtung des defensiven Schweizer Marktes entschieden.

In unseren europäischen Portfolios haben wir vor einem Monat eine Untergewichtung im Finanzsektor beendet und eine Übergewichtung im (defensiven) Gesundheitswesen reduziert. Unsere Sektoreinschätzungen für Europa und die USA sind nun identisch.

Währungen. Trotz eines leichten Anstiegs im letzten Monat sind die Faktoren, die für den US-Dollar sprechen, nach unserer Einschätzung aktuell weniger solide. Der Zinserhöhungszyklus der Fed neigt sich seinem Ende zu und die Weltwirtschaft sowie die Risikobereitschaft könnten sich stabilisieren – alles Argumente für einen schwächeren US-Dollar. Zudem sieht die US-Währung teuer aus. Die Währungsüberzeugung wird möglicherweise gering sein, aber wir erwarten einen stärkeren Euro als Teil der potenziellen Rendite im Zuge der regionalen Umschichtung unserer Aktienpositionierung.

Asset Allokation

LEGENDE

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

		-	Neutral	+	
PORTFOLIOSTRUKTUR	USA	Geldmarkt			
		Aktien			
		Festverzinsliche Wertpapiere			
		Gold			
	Europa	Geldmarkt			
		Aktien			
		Festverzinsliche Wertpapiere			
		Gold			
	Schweiz	Geldmarkt			
		Aktien			
		Festverzinsliche Wertpapiere			
		Gold			
ANLEIHEN	USA	Duration			
		Hohe Qualität			
		IG Niedrige Qualität			
		Hochverzinslich			
	Europa	Duration			
		Hohe Qualität			
		IG Niedrige Qualität			
		Hochverzinslich			
	Schweiz	Duration			
		Hohe Qualität			
		IG Niedrige Qualität			
		Hochverzinslich			

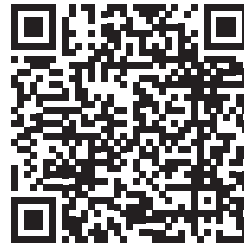
		-	Neutral	+	
AKTIEN	Regionen	Nordamerika			
		Eurozone			
		Vereinigtes Königreich			
		Schweiz			
		Japan			
		Pazifischer Raum (ohne Japan)			
		Schwellenländer (ohne Asien)			
	Schwellenländer Asien				
	Sektoren (USA)	Energie			
		Grundstoffe			
		Industrie			
		Versorger			
		Zyklische Konsumgüter			
		Grundbedarfsgüter			
		Kommunikation			
Gesundheitswesen					
Technologie					
Finanzen					
Immobilien					
Sektoren (Europa)	Energie				
	Grundstoffe				
	Industrie				
	Versorger				
	Zyklische Konsumgüter				
	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 im Bereich Wealth Insights unter

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.