

APRIL 2023

Mosaique Asset Allokation

Unsere derzeitige Sichtweise



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment Officer

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Bankrisiken ersetzen Zinssätze als unmittelbarer taktischer Gegenwind
- Die Inflation nimmt langsam ab, während das Wachstum bisher robust bleibt
- Mosaique-Portfolios bleiben liquider als üblich.

Die konjunkturellen Risiken, mit denen sich die Märkte im Jahr 2022 auseinandersetzen mussten, hatten nachgelassen, auch wenn die geopolitischen Risiken (Ukraine und verstärkte Spannungen zwischen China und den USA) weiterhin hoch waren. Die Inflation ging langsam und uneinheitlich zurück, und das Wirtschaftswachstum schien widerstandsfähig zu sein.

Der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank ("SVB") in den USA, die Übernahme der Credit Suisse in der Schweiz und erneute Sorgen über eine mögliche "Ansteckung" auf breiterer Ebene haben die Sorgen um die Banken jedoch wieder aufleben lassen. Infolgedessen hat sich der zyklische Schwerpunkt wieder auf Wachstum und Unternehmensgewinne verlagert, während das Inflations- und Zinsrisiko etwas in den Hintergrund getreten ist.

Wir bezweifeln, dass es sich um eine ausgewachsene Bankenkrise handelt. Die bisher betroffenen Banken wiesen ein sehr idiosynkratisches Risiko auf; die Banken scheinen im Allgemeinen gut kapitalisiert zu sein (zumindest im Vergleich zu 2007/8); die Qualität der Aktiva ist besser; und die Behörden haben sich bereit gezeigt, entschlossen und schnell zu handeln.

Eine solche Krise wäre hochgradig deflationär und würde die Notwendigkeit höherer Zinsen überflüssig machen: Die optimistischere Neubewertung der Geldmärkte ist sinnvoll. Sollte eine solche Krise jedoch ausbleiben und die systemischen Risiken wieder abnehmen, könnten die impliziten Zinssätze - und damit auch die Anleiherenditen - wieder ansteigen, auch wenn sie vielleicht nicht das Niveau

erreichen, das vor dem Zusammenbruch der SVB zu erwarten gewesen wäre. Selbst die Gefahr einer "Ansteckung" der Banken und die wahrscheinliche Verschärfung der Kreditrichtlinien, die nun beschleunigt werden wird, tragen dazu bei, das Inflationsrisiko zu verringern.

In der Zwischenzeit verbessern sich die Handelsbedingungen der Industrieländer weiter, da die Energiekosten - insbesondere die Erdgaspreise - weiter gesunken sind, und die Wiedereröffnung Chinas verspricht ebenfalls Unterstützung für das Wachstum. Wenn jedoch ein monetärer Anfall vermieden wird - wovon wir ausgehen -, dürften sich die wirtschaftlichen Aussichten für den Rest des Jahres nicht wesentlich verschlechtern haben.

Die Bewertungen von Aktien sind nach wie vor unauffällig: Die konjunkturbereinigten KGVs liegen nahe am Trend. Die Anleihekurse wurden jedoch durch die erneute Flucht in die Sicherheit, die durch die Nervosität der Banken ausgelöst wurde, in die Höhe getrieben und erscheinen vor allem in Europa ein wenig teuer.



Kevin Gardiner
Global Investment
Strategist

INVESTMENT FAZIT

Es ist klar, dass wir noch nicht über den Berg sind. Letzten Monat waren es die Zinssätze, die uns davon abhielten, in Aktien zu investieren, aber jetzt, da die Banken als gefährdet angesehen werden, hat sich die Wolke über den Unternehmensgewinnen und der Rentabilität wieder vergrößert, nachdem sie sich eine Zeit lang zu verkleinern schien. Unter diesen Umständen bieten die niedrigeren Zinssätze, die derzeit in den Geldmärkten eingepreist sind, nur einen teilweisen Ausgleich. Unsere Aktienpositionierung bleibt daher neutral, und unsere regionalen und sektoralen Positionen sind unverändert.

Wir sind auch nicht geneigt, die Anleihemärkte nach oben zu treiben: Wenn wir Recht haben, wird diese jüngste Flucht in die Sicherheit nicht von Dauer sein. In den europäischen Portfolios haben wir nie ganz die Bewertungen erreicht, bei denen wir mit der Schließung unserer langjährigen untergewichteten Positionen in Anleihen zufrieden waren, und bei diesen höheren Preisen sind wir es immer noch nicht.

Damit haben wir im Vergleich zu den letzten Jahren wieder relativ wenige aktive Positionen. Da wir aber immer noch an der Schwelle zu einem neuen Zyklus stehen, auch wenn dieser durch die Nervosität der Banken möglicherweise aufgeschoben wird, scheint dies angemessen.



Portfoliostruktur

Anfang 2022 haben wir unsere Aktienpositionen in zwei Schritten auf neutral reduziert, unsere Liquiditätsbestände übergewichtet und unsere Untergewichtung in Anleihen beibehalten. Später im Jahr nutzten wir einen Teil der Liquidität, um die Untergewichtung von Anleihen zu reduzieren, und in den US-Portfolios schlossen wir sie schließlich ganz.

Da sich die Zinssätze einem Höchststand näherten und die weltweiten Konjunkturumfragen die Talsohle zu durchschreiten schienen, blieben wir bei Aktien neutral, tendierten aber Ende Januar mehr zu zyklischen Werten und weniger zu defensiven Werten. Wir passten auch unsere Positionen in US-Anleihen weiter an, um den unserer Ansicht nach verbesserten relativen Bewertungen von Staatsanleihen Rechnung zu tragen.

Anleihen. Vor dem Zusammenbruch der SVB waren die europäischen Anleiherenditen noch immer nicht ganz auf ein Niveau zurückgekehrt, das unserer Meinung nach langfristig inflationssteigernde Renditen bietet, und die Europäische Zentralbank schien am weitesten von einem Höchststand der Leitzinsen entfernt. In den letzten Monaten hat sich an dieser Einschätzung nichts geändert.

Daher halten wir in den europäischen Portfolios bei der Anleihegewichtung und der Laufzeit weiterhin an unserer Untergewichtung fest und bevorzugen das spekulative Segment der Hochzinsanleihen (High-Yield), ungeachtet des erhöhten wahrgenommenen Bankenrisikos.

In den US-amerikanischen Portfolios bleiben wir bei der Anleihegewichtung und der Laufzeit neutral gewichtet. Seit kurzem auch in Bezug auf die Kreditqualität, nachdem wir Ende Januar eine langjährige Untergewichtung von Anleihen höchster Bonität beendet hatten.

Aktien. Ende Januar beendeten wir auch unsere langjährige Übergewichtung in den USA und eine Untergewichtung in Kontinentaleuropa (ohne Schweiz). Europa ist die bessere Wahl, wenn es um eine sich stabilisierende Weltwirtschaft geht - wovon wir nach wie vor ausgehen - und der relative

Mangel an "Wachstums"-Aktien könnte im nächsten Zyklus nicht so sehr ins Gewicht fallen. Mit einer neutralen Haltung gegenüber den beiden großen Regionen sind wir gut aufgestellt, um das sich entwickelnde "Ringen um die Führung" zu beobachten.

Ferner haben wir unsere Übergewichtung in den asiatischen Schwellenländern wieder aufgebaut, das wir erst kürzlich auf niedrigeren Marktniveaus geschlossen haben.

Auch haben wir eine übergewichtete Position in den asiatischen Schwellenländern wieder aufgebaut - etwas zerknirscht, da wir die Position erst vor relativ kurzer Zeit auf niedrigeren Marktniveaus geschlossen hatten. Allerdings hat sich die Lage hier stark geändert: Die Konjunkturaussichten Chinas haben sich mit der unerwarteten Abkehr von der Nullzinspolitik erheblich verbessert, und dies hat sich fortgesetzt. An dieser Einschätzung ändert auch die Bankenkrise nichts. Dafür haben wir uns erneut für eine Untergewichtung des defensiven Schweizer Marktes, der sich in der Tat unterdurchschnittlich entwickelt hat, entschieden, wenn auch nicht aus diesem Grund. In den europäischen Portfolios haben wir Ende Januar auch eine Untergewichtung in Finanzwerten geschlossen und eine Übergewichtung im (defensiven) Gesundheitswesen reduziert. Unsere Sektoreinschätzungen in Europa und den USA haben sich seitdem vollständig angeglichen und sind noch nicht von den Auswirkungen der Bankenkrise betroffen.

Währungen. Obwohl der Dollar - zusammen mit Anleihen - von einer gewissen Wiederbelebung der Anziehungskraft sicherer Häfen profitiert, sind wir der Ansicht, dass seine Grundlagen weniger robust sind als in letzter Zeit. Die US-Notenbank steht kurz davor, den Höchststand der Zinssätze zu erreichen, und die Weltwirtschaft und die Risikobereitschaft könnten sich stabilisieren, was für einen schwachen Dollar spricht. Die US-Währung scheint auch teuer zu sein. Die Währungsüberzeugung dürfte gering sein, aber wir sehen einen stärkeren Euro als Teil der möglichen Rückkehr aus dieser regionalen Umschichtung von Aktienbeständen.

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			

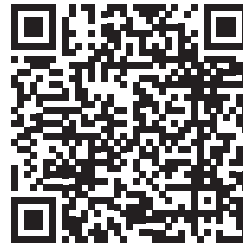
		-	Neutral	+	
AKTIEN	Regionen	Nordamerika			
		Eurozone			
		Vereinigtes Königreich			
		Schweiz	■		
		Japan			
		Pazifischer Raum (ohne Japan)			
		Schwellenländer (ohne Asien)			
		Schwellenländer Asien			
	Sektoren (USA)	Energie			
		Grundstoffe			
		Industrie			
		Versorger	■		
		Zyklische Konsumgüter			
		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.