

JANUAR 2024

Mosaique Vermögensallokation

Unsere derzeitige Sichtweise



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment Officer

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Das vor uns liegende Jahr ist von geopolitischen Spannungen gekennzeichnet – für die Märkte könnte der Konjunkturzyklus aber wichtiger sein.
- Der Rückgang der Inflation und die wirtschaftliche Robustheit könnten anhalten.
- Wir bleiben übergewichtet in Aktien, neutral gewichtet in Anleihen und untergewichtet in Barmitteln.

DAS MAKROÖKONOMISCHE SZENARIO:

Der Konflikt im Nahen Osten weitet sich anscheinend auf das Rote Meer und den Persischen Golf aus. Allerdings scheinen die Auswirkungen auf die Weltwirtschaft bisher überschaubar zu sein und die unpersönlichen Finanzmärkte zeigen wenig Betroffenheit. Selbst die geopolitisch aufgeladenen US-Präsidentenwahlen im November dürften nur geringe Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben, wenn man die Erfahrungen der Vergangenheit zugrunde legt.

Was sich jedoch mit Sicherheit auf die Portfolios auswirken wird, ist die weitere Entwicklung des grössten Inflationszyklus der letzten 40 Jahre – und hier ist die Erwartung konstruktiver Nachrichten durchaus realistisch.

Nach einem turbulenten Jahr 2022 verzeichneten Aktien und schliesslich auch Anleihen ein solides Jahr 2023 mit Renditen, die über der («rückläufigen») Inflation lagen. In unserer ersten Anlageausschusssitzung im Jahr 2024 haben wir die Mosaik-Portfolios im Sinne einer Fortsetzung dieser Entwicklung gleich positioniert. Zum Ende des Jahres 2023 haben wir Aktien gegenüber Anleihen den Vorzug gegeben. Auch war es das erste Mal seit Jahren, dass wir Anleihen in allen Portfolios Barmitteln vorzogen.

Der Schlüssel zu den Marktrenditen der letzten Zeit war die Kombination aus wirtschaftlicher Robustheit und einer erheblichen Verlangsamung der Verbraucherpreise. Die daraus resultierende Mischung aus gesunder Unternehmensrentabilität und nachlassender Inflation hat es den Zentralbanken ermöglicht, ihre geldpolitische Straffung zumindest

zu pausieren, und die Geldmärkte zu der Annahme veranlasst, dass die nächsten Zentralbankentscheidungen Senkungen sein werden, vielleicht sogar schon in diesem Frühjahr.

Es hat einige Zeit gedauert, bis sich bei den Zinssätzen ein Wendepunkt abzeichnete: Die Erwartungen lauteten zunächst «higher for longer», und wenn die Zinssätze nun in diesem Frühjahr tatsächlich zu sinken beginnen, wird dies viel langsamer und von einem höheren Niveau aus geschehen, als vor einem Jahr noch allgemein angenommen wurde. Als sich die neue Entwicklung klarer abzeichnete, konnten sich die Anleihen stabilisieren und erholen, während die Aktien, die bereits Auftrieb durch die robusten Unternehmensgewinne erhalten hatten (eine grosse Überraschung für die vielen Experten, die einen erheblichen Wirtschaftsabschwung vorausgesagt hatten), weiter beflügelt wurden.

Noch ist es zu früh, diese günstige Konstellation als selbstverständlich und dauerhaft zu verbuchen. Wir bezweifeln, dass der durch eine drastische geldpolitische Normalisierung verursachte Schaden bereits vollständig zum Tragen gekommen ist. Mit dem Rückgang der Energiekosten, vor allem in Europa (und trotz der Traumata in der Ukraine und im Nahen Osten), zeichnet sich allerdings eine gewisse Erleichterung für die stark belasteten Privathaushalte und Unternehmen ab. Auf beiden Seiten des Atlantiks steigen die Reallöhne wieder, während die Beschäftigung auf einem hohen Niveau verharrt. Umfragen zur Konjunkturstimmung lassen weiterhin kaum Anzeichen für einen bevorstehenden Einbruch erkennen.



Kevin Gardiner
Global Investment Strategist

Der weit verbreitete Glaube, dass ein Straffungszyklus der Fed unweigerlich zu einem starken Abschwung führen muss, war schon immer eine Fehleinschätzung – egal was als nächstes passiert. Wenn die Inflation nicht nur durch Fehlsteuerungen der Geldpolitik, sondern auch durch Angebotsengpässe angetrieben wird, ist es immer möglich, dass ein Wegfall dieser Beschränkungen einen Rückgang der Inflation bewirkt, auch wenn die Produktion weiter steigt.

In diesem Zusammenhang war die bemerkenswerteste konjunkturelle Entwicklung im Jahr 2023 vielleicht die anhaltende Trägheit des Nominallohnwachstums, was darauf hindeutet, dass die westlichen Arbeitskräfte stabile Reallöhne stillschweigend gegen eine stabile Beschäftigung eingetauscht haben.

INVESTMENT FAZIT

Insbesondere der Rückgang der Kerninflationsraten lässt vermuten, dass die viel besprochene Zinswende in Sicht ist. Nach dem dramatischen Abverkauf der Anleihenmärkte, der dem «higher for longer»-Kalkül folgte, hatten sie Ende 2023 Spielraum für eine Erholung – und haben wahrscheinlich auch jetzt noch etwas Spielraum, selbst wenn (wie wir ebenfalls vermuten) die Leitzinsen nicht ganz so schnell und tief fallen, wie die Geldmärkte einpreisen. Zum ersten Mal seit vielen Jahren haben wir das Neue Jahr in allen Portfolios mit einer neutralen statt einer untergewichteten Position in Anleihen begonnen.

Ende Juli haben wir uns bei der Aktienpositionierung für die Rückkehr zu einer Übergewichtung entschieden. In Anbetracht des anschliessenden Rücksetzers war unser Timing vielleicht etwas verfrüht, die Marktindizes stabilisierten sich jedoch letztendlich und erreichten neue Höchststände nach 2022. Wir sind aber, wie bereits erwähnt, noch nicht unbedingt über den Berg. Dennoch

halten wir einen schwerwiegenden Abschwung auch weiterhin weder für notwendig noch für wahrscheinlich.

Die Rentabilitätsersparungen der Unternehmen stabilisieren sich weiterhin auf einem gesunden Niveau. Die Bewertungen sind nicht übertrieben hoch – das waren sie auch nicht, als die Leitzinsen im Herbst bei 4-5 % lagen – und es könnte noch eine weitere kräftige, von Risikoappetit ausgelöste Rallye bevorstehen. Bisher war der Aufschwung der Aktien eng begrenzt, aber es gibt einige Anzeichen dafür, dass er sich allmählich ausweitet.

Das aktuelle «normalere» Niveau der Anleiherenditen mag die Bewertung der Aktien nicht beeinträchtigen, sorgt aber immerhin für eine unmittelbarere Konkurrenz (selbst nach dem Rücksetzer zum Jahresende). Die Renditen zahlreicher Anleihen der Eurozone bieten plausibel positive Renditen bis zur Endfälligkeit, selbst wenn sich die Inflation etwas über dem Zielwert einpendeln sollte. Sie bieten auch eine glaubwürdigere Diversifizierung, und vielleicht ist das ein Bereich, in dem sich die konjunkturellen und geopolitischen Risiken decken.

Nach der Beendigung unserer langjährigen Untergewichtung wäre eine weitere Aufstockung des Anleiheengagements zulasten der Barmittel etwas zu optimistisch, da wir damit dann bei den Wertpapieren nahezu «voll investiert» wären. Wir bleiben bei unserer neutralen Gewichtung, obwohl unsere Einschätzung der Anleihen als Anlageklasse so positiv ist wie in den letzten zehn Jahren nicht mehr.

Portfoliostruktur

Aktien. Ende Juli haben wir uns bei der Aktienpositionierung wieder für eine Übergewichtung entschieden, nachdem wir sie nach dem Einmarsch Russlands in der Ukraine auf eine neutrale Allokation reduziert hatten – und wir bleiben weiterhin dabei, alle anderen Erwägungen bleiben für den Moment aussen vor.

Wir bevorzugen weiterhin die USA und (weniger enthusiastisch) die asiatischen Schwellenländer, wo sich das Wirtschaftswachstum Chinas noch nicht in der Unternehmensperformance niedergeschlagen hat. Wir behalten unsere neutrale Gewichtung der Eurozone und die Untergewichtung der defensiven Schweiz und des Vereinigten Königreichs bei. Auf Sektorebene sind unsere Portfolios nach wie vor auf eine Mischung aus Wachstum und zyklische Sektoren zu Lasten defensiver Werte ausgerichtet. Die Portfolios in den USA und Europa sind ähnlich gewichtet. Wir finanzieren die kontinuierliche Übergewichtung der Aktien aus den Barbeständen.

Festverzinsliche Wertpapiere. Im Juli schlossen wir auch unsere seit langem bestehende Untergewichtung in Anleihen (in europäischen Portfolios – in den US-Portfolios hatten wir sie bereits Ende 2022 aufgegeben). Diese Aufstockung in den europäischen Portfolios finanzieren wir - wie auch die Umschichtungen im Aktiensegment - aus den Barbeständen.

In den europäischen Portfolios war unsere Duration bei den festverzinslichen Wertpapieren wie bei einer früheren Umschichtung der US-Portfolios in letzter Zeit übergewichtet. So konnten wir ein wenig von der Rallye zum Jahresende profitieren, die von Anleihen mit längeren Laufzeiten angeführt wurde.

Der einzige Unterschied zwischen den europäischen und den US-amerikanischen Portfolios besteht aktuell darin, dass wir in Europa eine Übergewichtung in spekulativen Anleihen beibehalten, die wir durch eine Untergewichtung in Investment-Grade-Anleihen finanzieren. Selbst nach dem Rückgang der Spreads und der Renditen bleiben Anleihen mit spekulativem Rating eine wichtige Einkommensquelle für europäische Portfolios und gehören zu den Segmenten des Anleiheuniversums, die sich besser entwickelt haben. Die Eurozone ist die schwächste der grossen westlichen Volkswirtschaften, doch selbst hier glauben wir, dass ein dramatischer Anstieg der Ausfall- und Verlustraten vermeidbar ist.

Währungen. Der US-Dollar hätte angesichts des Nahostkonflikts als «sicherer Hafen» an Wert gewinnen können, hat sich aber eher abgeschwächt. Wir sind weiterhin wenig von den Hauptwährungen überzeugt – eine Ansicht, mit der wir im momentanen Marktklima, das von niedriger Volatilität an den Devisenmärkten geprägt ist, gute Erfahrungen gemacht haben (Ausnahmen waren in letzter Zeit vielleicht ein schwächerer Yen und ein stärkerer Schweizer Franken). Die Renditen der meisten Balanced Portfolios werden hauptsächlich von der Volatilität der Aktien dominiert.

Vermögensallokation

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			■
		Staatsanleihen		■	
		Investment-Grade		■	
		Hochverzinslich		■	
	Europa	Duration			■
		Staatsanleihen		■	
		Investment-Grade	■		
		Hochverzinslich		■	
	Schweiz	Duration			■
		Staatsanleihen		■	
		Investment-Grade	■		
		Hochverzinslich		■	

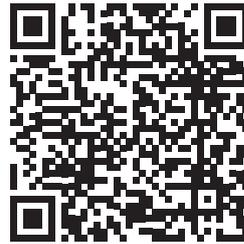
		-	Neutral	+	
Regionen	Nordamerika			■	
	Eurozone		■		
	Vereinigtes Königreich	■			
	Schweiz	■			
	Japan		■		
	Pazifischer Raum (ohne Japan)		■		
	Schwellenländer (ohne Asien)		■		
	Schwellenländer Asien			■	
	AKTIEN	Sektoren (USA)	Energie		■
			Grundstoffe		■
Industrie				■	
Versorger			■		
Zyklische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



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.