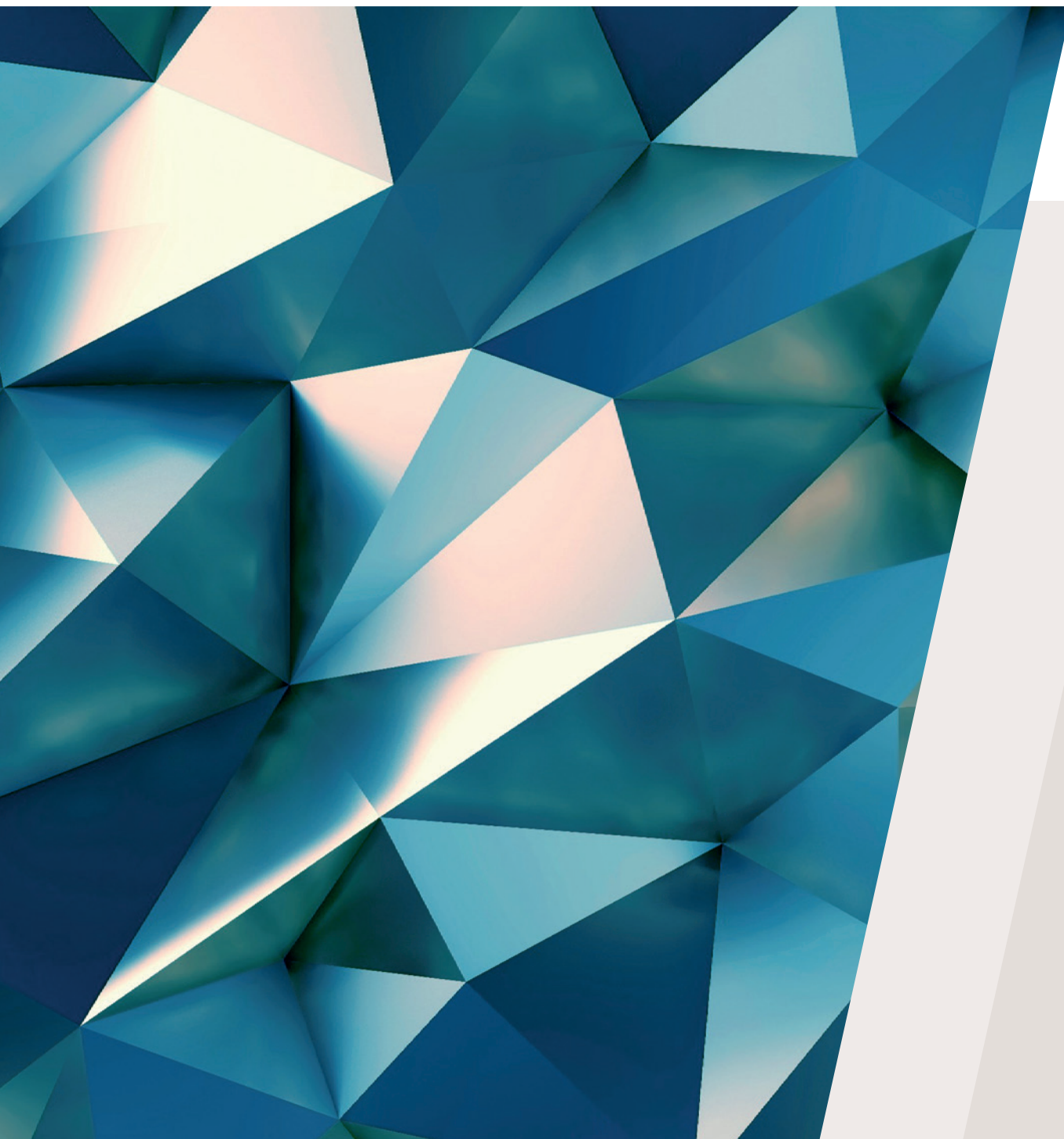




OKTOBER 2023

Mosaique Vermögensallokation

Unsere derzeitige Sichtweise



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment Officer

DIE WICHTIGSTEN PUNKTE

- Das Gesamtbild hat sich trotz der schwächeren Märkte nicht wesentlich verändert
- Die Volkswirtschaften bleiben robust, die Inflation geht allmählich zurück
- Wir bleiben in Aktien übergewichtet, in Anleihen neutral und in Barmitteln untergewichtet

DAS MAKROÖKONOMISCHE SZENARIO

Die Anleihen- und Aktienmärkte waren im September schwach, allerdings nicht in dem Maße, als dass sich dadurch die makroökonomischen Aussichten wesentlich verändert hätten. Der Allokationsausschuss hat deswegen seine Portfoliopositionierung den zweiten Monat in Folge unverändert gelassen.

Die wirtschaftliche Stärke ist nach wie vor am deutlichsten in den USA zu erkennen, wo sich das annualisierte Wachstum im dritten Quartal offenbar deutlich beschleunigt hat und die Anträge auf Arbeitslosenunterstützung nach wie vor bemerkenswert niedrig sind. Vor diesem Hintergrund und mit etwas Ermutigung durch die US-Notenbank (Fed) haben die Geldmärkte die Aussicht, dass die Leitzinsen «länger höher bleiben», auch weiterhin gut verdaut - die Zinssätze mögen zwar nahe an ihren Höchstständen sein, aber es ist unwahrscheinlich, dass sie bald sinken werden, denn die US-Wirtschaft ist offensichtlich nicht schwach genug, um niedrigere Zinsen zu rechtfertigen. Die Renditen der US-Staatsanleihen erreichten im September einen neuen Höchststand, wie er zuletzt im Jahr 2007 (also vor der globalen Finanzkrise) verzeichnet wurde.

In Europa, insbesondere in der Eurozone, scheint das Wirtschaftswachstum schwächer zu sein, obgleich die Arbeitslosigkeit immer noch historisch niedrig ist und eine deutliche Divergenz zwischen schwachen subjektiven Umfragedaten und robusteren Daten zu Produktion und Ausgaben besteht.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat die Anhebung ihrer Leitzinsen fortgesetzt, zugleich aber auch signalisiert, dass sie die schwächere Konjunktur genau beobachtet. Die Bank of England hat überraschend beschlossen, ihre Zinsen nicht zu erhöhen und dabei betont, dass sie keinen Grund für eine baldige Zinssenkung sieht. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat ihre Zinsen ebenfalls nicht weiter angehoben, wobei sich die Inflation in der Schweiz wieder auf einem niedrigen Niveau bewegt und die Glaubwürdigkeit der SNB weiterhin ungebrochen ist.

Die Konjunktur Chinas enttäuscht nach wie vor - allerdings ist die Inflation in diesem Land vernachlässigbar, so dass die politischen Entscheidungsträger Unterstützung anbieten können, selbst wenn die Fed und die EZB die Zinserwartungen nach oben schrauben. Das Wachstum in China ist nach wie vor deutlich höher als in den meisten westlichen Volkswirtschaften.

Die Inflation klingt weiterhin allmählich ab, wenn auch in unterschiedlichem Tempo. Dieser Trend ist in den USA trotz der widerstandsfähigeren Wirtschaft am stärksten ausgeprägt, während in Europa insbesondere die Kerninflationsraten noch keinen überzeugenden Spitzenwert erreicht haben. Die nachlassende Inflation lässt vermuten, dass die Zinssätze wahrscheinlich nicht sehr viel weiter steigen werden, aber ohne überzeugendere Anzeichen wirtschaftlicher Schwäche rechtfertigt das allein, wie bereits erwähnt, keine niedrigeren Zinssätze.



Kevin Gardiner
Global Investment
Strategist

Insgesamt bleibt unsere Einschätzung des breiteren Wirtschaftszyklus weiterhin unverändert. Trotz der allgemein beobachteten Robustheit ist eine technische Rezession in den grossen Volkswirtschaften immer noch vorstellbar, solange die Auswirkungen der Geldpolitik noch nicht in vollem Umfang spürbar sind, und es wäre überraschend, wenn nach einer so raschen Straffung keine weiteren Turbulenzen an den Finanzmärkten auftreten würden. Wir sind jedoch nach wie vor der Ansicht, dass ein stärkerer Abschwung weder notwendig noch wahrscheinlich ist, und stellen fest, dass sowohl in den USA als auch in Europa die Reallöhne wieder steigen, während die Gesamtinflation zurückgegangen ist.

Wir bezweifeln jedoch, dass das Wirtschaftswachstum ausreichen wird, um einen erneuten Anstieg der freien Kapazitäten zu verhindern. Gemeinsam mit dem Wegfall früherer Engpässe und den Arbeitsmärkten, die trotz des Drucks auf die Lebenshaltungskosten und der niedrigen Arbeitslosenquoten bemerkenswert entspannt bleiben, wird diese Entwicklung wahrscheinlich dazu führen, dass die Inflation allmählich nachlässt. Gleichwohl erwarten wir nicht, dass die Inflationsraten in den USA und Europa nachhaltig auf das Zielniveau zurückfallen, sondern sehen sie eher im Bereich von 2-4%.

INVESTMENT FAZIT

Die Volkswirtschaften sind immer noch schwach genug, um den Schluss zuzulassen, dass die Zentralbanken ihre Massnahmen zur Anhebung der Zinssätze fast abgeschlossen haben - allerdings nicht schwach genug, um einen baldigen Rückgang der Zinssätze erwarten zu lassen. Vor diesem Hintergrund setzte sich der «Sommerblues» vom August an den Aktien- und Rentenmärkten auch im September fort.

Wir haben Ende Juli unsere Aktienposition übergewichtet und halten diese Entscheidung trotz der Rücksetzer in den letzten zwei Monaten weiterhin für angemessen. Das Risiko einer zu strengen Geldpolitik hat nachgelassen, gleichzeitig stabilisieren sich die Erwartungen hinsichtlich der Rentabilität von Unternehmen auf einem gesunden Niveau. Die Aktienkurse halten sich etwas über den Tiefstständen vom Herbst letzten Jahres und sind nicht billig, dennoch glauben wir, dass eine deutliche von Risikoappetit ausgelöste Rallye bevorstehen könnte (unterstützt vielleicht durch ein deutlicheres Abklingen der Kerninflation in Europa und eine allmähliche Verbesserung der Spannungen zwischen den USA und China zum Thema Taiwan). Wir können den Zeitpunkt nicht mit Sicherheit prognostizieren, bleiben aber in Erwartung einer solchen Entwicklung bei unserer Übergewichtung.

Die Anleiherenditen in Europa sind nicht mehr teuer. Es gibt mittlerweile eine ganze Reihe von Anleihen mit Renditen, die sogar die von uns erwartete Inflation, die über den Zielwerten liegt, übertreffen dürften. Da jedoch die letzten Schritte der geldpolitischen Straffung weiterhin ungewiss sind und eine erneute Zinssenkung doch wohl in weiter Ferne liegt, halten wir einen stärkeren Optimismus derzeit für verfrüht. In Europa, wo die realen Renditen nach wie vor niedriger sind, sind wir erst im Juli zu einer neutralen Positionierung zurückgekehrt.

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. Wir bevorzugen weiterhin die USA und, ungeachtet der kurzfristigen Schwierigkeiten Chinas, die asiatischen Schwellenländer. Nach vielen Diskussionen über die Aussichten für den zyklischen Markt der Eurozone bleiben wir dort neutral und in der defensiven Schweiz und Grossbritannien untergewichtet. Auf Sektorebene sind unsere Portfolios nach wie vor auf eine Mischung aus Wachstums- und zyklischen Sektoren ausgerichtet - zu Lasten einer defensiven Positionierung. Wir finanzieren die kontinuierliche Übergewichtung der Aktien aus Barmitteln.

Festverzinsliche Wertpapiere. Im Juli haben wir, wie bereits erwähnt, in den europäischen Portfolios eine langjährige Anleihen-Untergewichtung beendet. Dadurch ist unsere Positionierung im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere in den europäischen Portfolios stärker an die der USA angeglichen (die verbleibende Abweichung beruht darauf, dass wir in den europäischen Portfolios Hochzinsanleihen bevorzugen, während wir in den US-Portfolios eine neutrale Gewichtung in Bezug auf die Kreditqualität verfolgen). Wie auch bei den Aktien finanzieren wir diese Aufstockung der Anleihen in den europäischen Portfolios aus Barmitteln.

Durch diese Veränderungen ist unsere gesamte Vermögensallokation seit Juli in den amerikanischen und europäischen Portfolios ungefähr gleich ausgerichtet: Wir unterhalten eine einzige Übergewichtung in Aktien, eine einzige Untergewichtung in Barmitteln und eine neutrale Gewichtung im Anleihenbereich.

Währungen. Wir sind weiterhin wenig von den Hauptwährungen überzeugt - eine Ansicht, mit der wir im andauernden Klima niedriger Volatilität an den Devisenmärkten gute Erfahrungen gemacht haben. Der Dollar hat in letzter Zeit durch die restriktiveren Prognosen der US-Notenbank neue Unterstützung erhalten, war aber auch vorher schon teuer. Da unsere Position in US-Aktien bereits übergewichtet ist, sind wir der Meinung, dass wir bereits genug in die USA investiert sind. Die Währungsüberzeugung ist in den besten Zeiten gering, oder sollte es zumindest sein, während die Volatilität an den Aktienmärkten die Renditen der meisten ausgewogenen Portfolios 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		

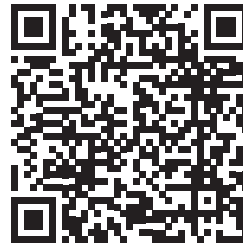
		-	Neutral	+
Regionen	Nordamerika			
	Eurozone			
	Vereinigtes Königreich			
	Schweiz			
	Japan			
	Pazifischer Raum (ohne Japan)			
	Schwellenländer (ohne Asien)			
	Schwellenländer Asien			
AKTIEN	Sektoren (USA)	Energie		
		Grundstoffe		
		Industrie		
		Versorger		
		Zyklische Konsumgüter		
		Grundbedarfsgüter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