

Tiefere Risiken verleihen Finanzmärkten Flügel

Die Aktienmärkte starteten mit einem fulminanten ersten Quartal in das Jahr 2024 und verzeichneten deutliche Kursgewinne. Im Gegensatz zum letzten Jahr waren die Haupttreiber dieses Mal die positiv überraschende Konjunktur und die als tiefer eingeschätzte Rezessionsgefahr in den USA. Vor diesem Hintergrund nahmen die Marktteilnehmer die geringeren Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung und die Verschiebung der ersten Zinssenkungen der Fed und der EZB erstaunlich gelassen auf. Einzig die SNB setzte mit einem Zinsschritt ein erstes Zeichen. Gute Wirtschaftsdaten befeuerten insbesondere Aktien und Unternehmensanleihen geringerer Bonität. Ins Hintertreffen gerieten hingegen eher defensive Anlagen wie Staatsanleihen oder Schweizer Aktien ebenso wie die als sichere Häfen geltenden Währungen, wie der CHF und der JPY.

Technologiewerte weiterhin bestimmend

Der anhaltende Aufschwung an den weltweiten Aktienmärkten zeigte sich eindrucksvoll am MSCI AC World Index, der in Lokalwährung um 9.6% zulegen konnte. Für Europa und die USA stand sogar noch ein etwas deutlicheres Plus zu Buche (Euro Stoxx 50 Index +12.4%, MSCI USA Index +10.2%). Der alte Kontinent setzte zu einem Comeback an und

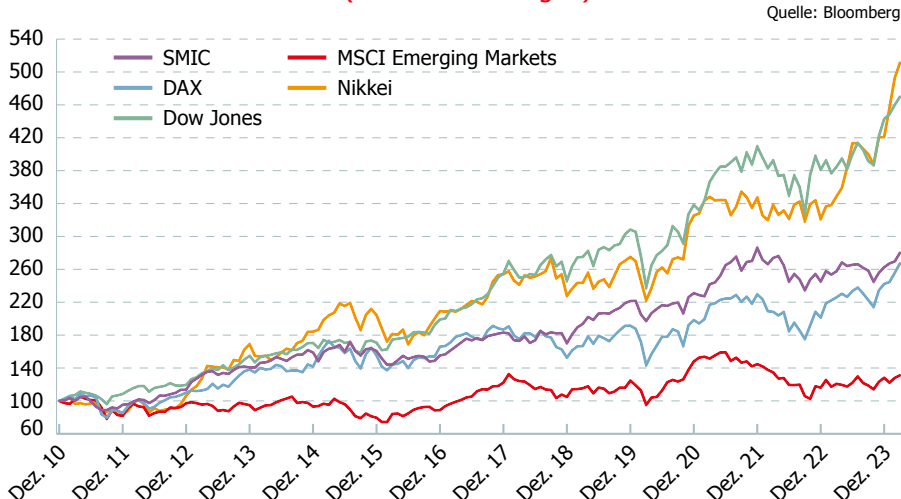
profitierte von einer anziehenden Konjunktur und den signalisierten Zinssenkungen seitens der Europäischen Zentralbank. Der japanische Aktienmarkt (Nikkei Index: +21.5%) setzte mit der Beendigung der Negativzinsära durch die Bank of Japan (BOJ) zu einem Befreiungsschlag an. Für zusätzlichen Optimismus sorgte die durch eine schwache japanische Währung boomende Exportindustrie. Die defensiveren Schweizer Aktien

konnten im ersten Quartal gemessen am SPI-Index (+6.1%) nicht mithalten. Ebenso die Schwellenländer, welche mit einem Zuwachs von +2.4% (MSCI EM Index in USD) enttäuschten. Auch bei den Kapitalisierungen waren unterschiedliche Entwicklungen zu beobachten. Small Mid Caps konnten mit den Marktschergewichten nicht Schritt halten und die relative Bewertung zu den Blue Chips ist auf historisch tiefe Werte gesunken (siehe Grafik 2). Auf globaler Sektorebene waren Technologie- und Kommunikationswerte mit einem Plus von 12.3% bzw. 12.9% erneut spielbestimmend. Das angesichts der positiveren Konjunktur wachsende Kreditgeschäft brachte auch für Finanzwerte einen deutlichen Wertzuwachs von 10.5% (MSCI World Sektor-Indizes in USD).

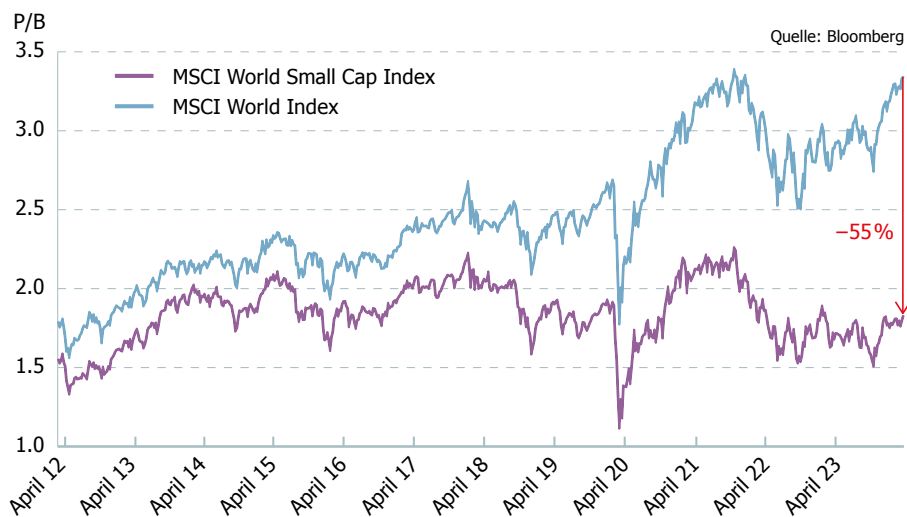
Hartnäckige Inflation hemmt Anleihen

Die Teuerung in den USA ist zwar rückläufig und tendiert in Richtung der Notenbank-Zielwerte; die letzte Meile erweist sich aber als hartnäckig. Diese Tatsache und damit wahrscheinlich weniger umfangreiche Zinssenkungen im Laufe des Jahres hemmten die Obligationenmärkte in den entwickelten Märkten, was viele Anleger dazu veranlasste, in Schwellenländeranleihen zu diversifizieren. EM-Lokalwährungsanleihen stiegen in CHF umgerechnet knapp 5%. Für den Schweizer Markt stand im Berichtszeitraum gemessen am SBI AAA-BBB ein Plus von 0.5% zu Buche. Unternehmensanleihen, insbesondere in Europa, profitierten von der sich stabilisierenden Konjunktur und rückläufigen Kreditrisiken. Historisch betrachtet liegen die Kreditrisikoprämien für globale Unternehmens-

Performance Aktienmärkte (in Lokalwährungen)



Rekordhoher Bewertungsabschlag von Small Caps vs. Large Caps (gemessen am Preis/Buchwertverhältnis)



anleihen nun aber auf sehr tiefen Niveaus. Regional gesehen übertrafen europäische Anleihen diejenigen in den USA um rund 1%. Auch auf Stufe Bonität warfen die europäischen Anleihssegmente höhere Erträge ab, als ihre US-amerikanischen Gegenüber.

CHF schwächt sich ab

An den Währungsmärkten kam einiges in Bewegung. Der CHF gab auf breiter Front gegenüber den wichtigsten Währungen – mit Ausnahme des JPY

– nach. Einer der Auslöser war der Zinsschritt der Schweizerischen Nationalbank (SNB), die den Leitzins im März um 25 Bp senkte. In den USA präsentiert sich die Wirtschaft stärker als erwartet. Das dadurch vorerst beibehaltene hohe Zinsniveau verlieh dem USD einen kräftigen Schub und liess ihn gegenüber dem CHF um 7% erstarren. Das GBP wurde vom insgesamt höheren Risikoappetit der Anlegergemeinde getrieben und legte um 6% zu. Für die Währungen

der Schwellenländer stand ein Plus von 4% zum CHF zu Buche (gewichtet nach dem JPM GBI-EM Index).

Tiefere Zinsen erwartet, Ausmass ungewiss

Der wenn auch zeitlich überraschende Schritt der SNB untermauert die Erwartung der Märkte, dass im laufenden Jahr Zinssenkungen anstehen. Die anhaltend hohe Inflation bei den Preisen für Dienstleistungen dürfte die Notenbanken jedoch noch bis zum Sommer zurückhalten. Unklar scheint allerdings noch das Ausmass der Zinssenkungen zu sein. Die ursprünglich hohen Erwartungen der Anleger dürften sich wahrscheinlich nicht erfüllen. Auch die gegenwärtig an den Märkten eingepreisten Zinsschritte sind nicht in Stein gemeisselt. In China stehen konjunkturstimulierende Massnahmen weit oben auf der Agenda. Die chinesische Regierung betonte anlässlich der Jahrestagung des Nationalen Volkskongresses ihren Fokus auf das Wirtschaftswachstum. Das in diesem Zusammenhang angestrebte Inflationsziel von 3% dürfte allerdings nur mit Anreizen seitens Fiskal- und Geldpolitik sowie Struktur-reformen erreicht werden können.

Makro-Highlights

Wachstum	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	0.8	1.2
USA	2.5	2.2
Euroraum	0.5	0.5
China	5.2	4.6

Arbeitslosenrate	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	2.0	2.2
USA	3.6	4.0
Euroraum	5.7	6.0
China	7.7	7.6

Inflation	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	2.1	1.5
USA	4.1	2.9
Euroraum	5.4	2.4
China	0.2	0.8

Leitzinsen	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	1.50	1.00
USA	5.50	4.60
Euroraum	4.50	3.20

Quelle: Bloomberg; Konsenschätzungen per 31.03.2024; alle Angaben in %

Ungetrübte Kauflaune an den Aktienmärkten

Es war nicht überall eitel Sonnenschein an den Aktienmärkten. Die Beimischung von klein- und mittelkapitalisierten Werten in unseren Portfolios trug zwar zusätzlich zur Diversifikation bei, brachte aber keinen Mehrwert, da Schweizer Ergänzungswerte 1.4 % unter dem SPI und globale Small Caps sogar mehr als 5 % unter dem MSCI World Index lagen. Währungsseitig führte die Schwäche des CHF aus Sicht eines CHF-Anlegers zu deutlichen Fremdwährungsgewinnen auf ausländischen Wertschriften. Währungsabgesicherte Anlagegruppen litten unter den Absicherungskosten und den entgangenen Währungsgewinnen. Die strategische Fremdwährungsquote in unseren Mischmandaten variiert zwischen 17 % und 25 %. Vor dem Hintergrund wahrscheinlicher Zinssenkungen in den USA haben wir einen Drittel der USD-Exposure abgesichert. Dies hat sich letztes Jahr ausbezahlt, wirkte sich im laufenden Jahr jedoch bislang negativ aus.

Schwindender Optimismus an den Obligationenmärkten

Nach den deutlichen Kursgewinnen an den Obligationenmärkten gegen Ende 2023 schwindet der Optimismus. Eine geldpolitische Lockerung steht nicht unmittelbar bevor und die US-Kapitalmarktzinsen stiegen im ersten Quartal sogar leicht an. In unseren Mischvermögen zahlte sich die Beimischung von Schwellenländer-Anleihen in Lokalwährungen aus, ebenso wie unsere Position in EM-Unternehmensanleihen, die von tieferen Risikoprämien profitierten.

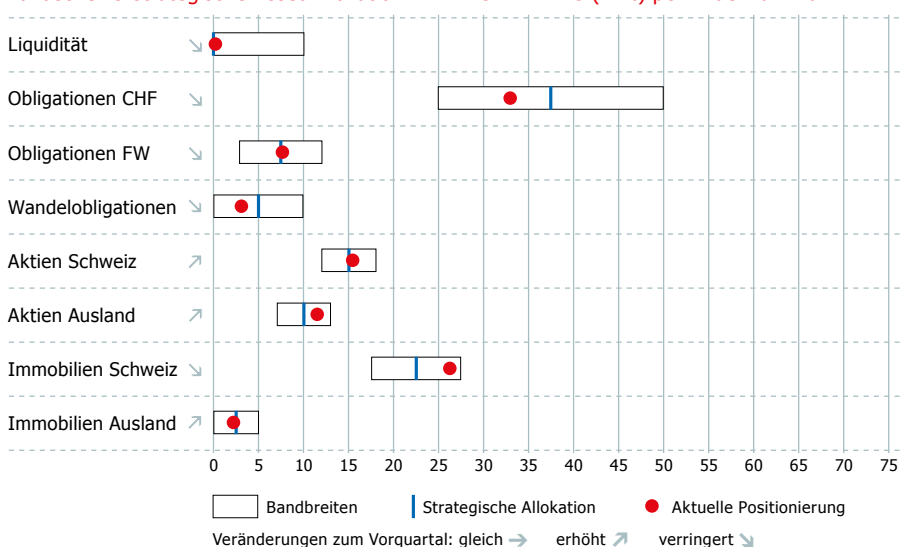
Performanceübersicht MIXTA OPTIMA per Ende März 2024

Kategorie I, netto, nach Kosten

	YTD	2023	3 Jahre*	5 Jahre*	10 Jahre*
MIXTA OPTIMA 15**	2.20 %	4.32 %	-0.47 %	1.15 %	2.20 %
MIXTA OPTIMA 25	2.97 %	4.02 %	0.29 %	1.97 %	3.18 %
MIXTA OPTIMA 35	3.76 %	4.45 %	0.48 %	2.36 %	3.48 %
Pictet BVG 25 (2000)	3.85 %	6.71 %	-1.05 %	0.95 %	2.33 %

*annualisiert **Kategorie II

Taktische vs. strategische Asset Allokation MIXTA OPTIMA 25 (in %) per Ende März 2024



Bei den Schweizer Immobilien war im ersten Quartal eine deutliche Erholung der kotierten Anlagefonds zu beobachten (SXI Real Estate Funds TR Index +5.9%). Wir haben in unseren MIXTA OPTIMA bereits letztes Jahr punktuell Zukäufe in diesem Segment getätigt. Die hierfür verwendete Anlagegruppe IST IMMO OPTIMA SCHWEIZ hat in den letzten sechs Monaten über 11 % zulegen können und den KGAST-Index (0.6 %) deutlich übertroffen.

Markteinschätzung und Positionierung

Die jüngsten Konjunkturdaten zeigen eine moderat mit breiterem Fundament wachsende globale Wirtschaft. Eine Rezession im laufenden Kalenderjahr gilt zunehmend als unwahrscheinlich. Gleichzeitig sind die Inflationserwartungen rückläufig. Die Unternehmens-

ergebnisse zeigen sich weiterhin solide und der Konsum trotz dem hohen Kreditzinsumfeld. Unmittelbare Leitzinssenkungen sind nicht zu erwarten. Die Aktienmärkte kommen mit dieser «Vertröstungstaktik» anscheinend gut zurecht. Aus diesem Grund gewichten wir in unseren Mischmandaten die Aktien neutral und halten, bewertungsbedingt und im Hinblick auf eine breiter abgestützte Konjunktorentwicklung, an der Beimischung von Small Mid Caps fest. Das Restrisiko einer wirtschaftlichen Abkühlung adressieren wir mit unseren Low-Vol-Anlagen. Angesichts einer zurückhaltenden Geldpolitik scheint das Kurspotential für die Obligationenmärkte begrenzt zu sein. Die Nachfrage nach Schwellenländeranleihen dürfte hingegen weiterhin hoch bleiben. Unsere strukturelle Übergewichtung in NAV-bewerteten Schweizer Immobilienanlagen zulasten von Obligationen CHF hat sich im laufenden Jahr noch nicht ausbezahlt. Bei einer Cashflow-Rendite von ca. 3 % für Schweizer NAV-Immobilien im Vergleich zur Verfallsrendite 10-jähriger Schweizer Staatsanleihen von 0.75 % behalten wir diese Positionierung jedoch bei.

Renaissance der Schwellenländer – Gute Gründe für Lokalwährungsanleihen

Vielversprechende Zukunftsaussichten, solide Fundamentaldaten, die inzwischen fast vollständige Rücknahme der globalen quantitativen Lockerungen und portfolio-diversifizierende Eigenschaften: Es gibt eine Vielzahl guter Gründe für Investitionen in Schwellenländeranleihen. Die Zeit scheint reif, diese stark wachsende Anlageklasse im Portfolio mehr zu berücksichtigen und damit dessen Risiko-/ Renditeeigenschaften deutlich zu maximieren.

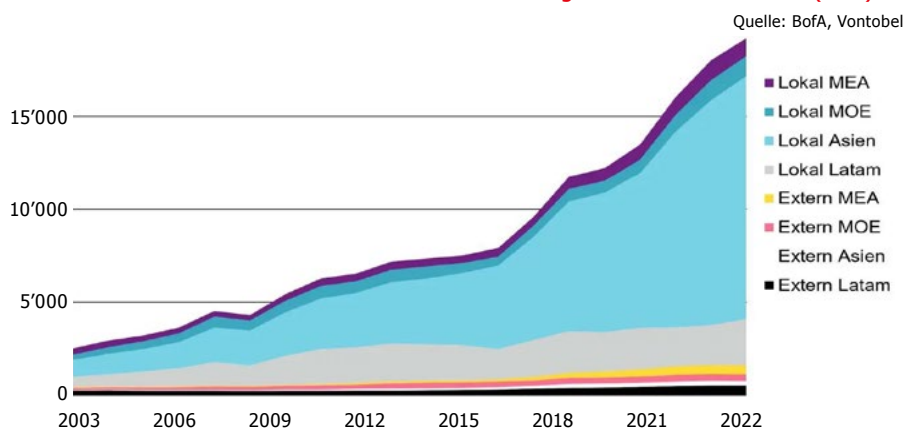
Über die letzten Jahre haben die Emissionen von Schwellenländeranleihen in Lokalwährung stark zugenommen und lagen deutlich über derjenigen von Hartwährungsanleihen. Der Grund dafür ist nachvollziehbar: Die meisten Länder sind bestrebt, ihre Kreditaufnahme in ihrer jeweiligen Landeswährung zu konzentrieren und das Volumen auszuweiten. Die früher mangelnde Liquidität, die von der globalen Anlegergemeinde häufig kritisiert wurde, dürfte somit zunehmend der Vergangenheit angehören. Bemerkenswert ist, dass die Grösse des Universums der Obligationen in Hartwährung inzwischen von dem in Lokalwährung übertroffen wird.

Fundamentaldaten und Politik stützen

Nach zahlreichen Krisen richteten viele Schwellenländer ihren Fokus auf eine disziplinierte Fiskal- und proaktive Geldpolitik. Frei schwankende Wechselkurse erlauben ihnen nun, auf externe Schocks zielgerichtet zu reagieren. Zusätzlich konnten die Länder ihre Zahlungsbilanzen verbessern, die Devisenreserven steigern und Raum für eine anpassungsfähigere Geldpolitik schaffen. Diese Attribute treffen inzwischen für alle im JPM GBI-EM Global Diversified Index enthaltenen Schwellenländer mit Ausnahme der Türkei zu. Aber selbst dort wurde im vergangenen Jahr ein Politikwechsel umgesetzt.

Des Weiteren konnten diese Länder auch ihre überproportionale Abhängigkeit von einzelnen Schlüsselsektoren oder verfügbaren Rohstoffen senken, ihre Wirtschaft diversifizieren und krisenfester gestalten sowie das regula-

Handelbare Schwellenländer-Staatsanleihen nach Region und Emittentenart (USD)



torische Umfeld und damit das Finanzsystem stärken. All dies führte dazu, dass sich deren wirtschaftliche Komplexität, die stark mit dem BIP-Wachstum korreliert und als guter Indikator für die weitere Entwicklung dient, über die letzten Jahre den Industrieländern annäherte.

Diversifikation zum Nulltarif

Die reine Grösse des Anlageuniversums mit nahezu 40 Ländern in unterschiedlichen Konjunkturzyklen, deren jeweilige Wirtschaft von verschiedenen fundamentalen Faktoren getrieben wird, bietet bereits in sich eine Diversifikation, die zum Nulltarif zu haben ist. Innerhalb eines gemischten Portfolios kommen zusätzlich dekorrelierende Eigenschaften zu den anderen Anlageklassen hinzu. Im besten Fall resultiert somit nicht nur eine Risikominderung, sondern auch ein zusätzlicher Performancegewinn.

Unterrepräsentiert, aber gute Aussichten

Anleihen aus Schwellenländern in Lokalwährungen litten aufgrund grosser Abflüsse in den letzten Jahren. Und die Bestände in den Portfolios der Investoren weltweit betragen nur noch ein Bruchteil gegenüber von vor 10 Jahren. Die solide Performance in den letzten Monaten könnte – wenn sich Geschichte wiederholt – dazu führen, dass die globale Risikobereitschaft sich auch auf Schwellenländerobligationen in Lokalwährung überträgt. Und in der Regel folgen die Geldströme der Investoren der guten Performance nur mit leichter Verzögerung.

Geldpolitische Hemmnisse beseitigt

Das Ausmass quantitativer Lockerungen in den vergangenen Jahren sollte einmalig gewesen sein und der bevorzugte Kauf von festverzinslichen Wertpapieren aus den Industrieländern durch die Notenbanken dürfte ein Ende haben. Revidierte Inflationserwartungen weltweit und die stark gewachsene Ungleichheit aufgrund der Bilanzausweitungen dürften die Schwellenländer wieder stärker in den Anlegerfokus rücken.



IST Lagebeurteilung
Ausgabe April 2024

IST Investmentstiftung
Manessestrasse 87 | 8045 Zürich
Tel 044 455 37 00 | Fax 044 455 37 01
info@istfunds.ch | istfunds.ch

IST Fondation d'investissement
Avenue Ruchonnet 2 | 1003 Lausanne
Tél 021 311 90 56 | Fax 044 455 37 01
info@istfunds.ch | istfunds.ch

Disclaimer

Alle Dokumente zu den Anlagegruppen der IST Investmentstiftung werden ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt und sind weder eine Empfehlung noch eine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen der genannten Anlagegruppen. Die allgemeinen Anlagegrundsätze und die spezifischen Anlagerichtlinien für die jeweiligen Anlagegruppen sind auf Anfrage bei der IST Investmentstiftung, Manessestrasse 87, 8045 Zürich erhältlich und auf der Website istfunds.ch verfügbar. Bitte lesen Sie diese Dokumente durch, bevor Sie Anlagen tätigen, und beachten Sie die Risiken. Hinweis: Es kann nicht garantiert werden, dass die genannten Anlagegruppen ihre Ziele erreichen. Der Wert einer Anlage kann zu- oder abnehmen. Vergangene Performance ist keine Indikation für zukünftige Performance.