

Schwellenländer blieben auch im dritten Quartal das Sorgenkind

Das 3. Quartal war das Gegenteil eines geruhsamen Sommers. Neben der nach wie vor marktbeeinflussenden Pandemie lag das Hauptaugenmerk der Anleger auf den Zentralbanken. Nur schon die mögliche Ankündigung einer leicht restriktiveren Geldpolitik verbreitete jeweils Unruhe unter den Marktteilnehmern. Politisch motiviertes Eingreifen des chinesischen Parteikaders in Wirtschaft und Unternehmen im Land brachte weitere Sorgenfalten auf Anlegers Stirn.

Auf einen eher bedächtigen Quartalsbeginn folgte für viele zyklische Anlageklassen ein starker August. Schwellenländer, insbesondere die asiatischen, litten jedoch unter der Konjunkturertrübung Chinas und den regulatorischen Massnahmen gegenüber Technologiefirmen, von denen selbst Schwergewichte wie Tencent nicht ausgenommen waren. Die beschleunigte Ausbreitung des Corona-Virus in China und Malaysia und damit verbundene harte Lockdown-Massnahmen lasteten zusätzlich auf den Märkten und beeinträchtigten die Schwellenländer im dritten Quartal.

In den Industrieländern warfen zwei Ereignisse ihren Schatten auf die Märkte: Zum einen liessen die Zahlungsschwierigkeiten von Evergrande, einer der grössten Immobilienentwickler Chinas, Erinnerungen an die globale Finanzkrise im Jahr 2007/08 wachwer-

den. Zum anderen rüttelten Andeutungen der US-Notenbank die Anleger auf, deuten sie doch eine eventuelle Normalisierung der Geldpolitik und damit verbunden eine Reduktion der massiven Stützungsmaßnahmen an. Steigende globale Renditen und eine Fortsetzung der Korrektur zyklischer Anlageklassen waren die Folge.

Schwellenländeraktien tiefrot

Die globalen Aktienmärkte sahen ihre Gewinne aus den Monaten Juli und August schmelzen und beendeten das 3. Quartal 2021 grösstenteils mit einem negativen Vorzeichen (MSCI World All Countries in CHF -1.5%). Für die Schweiz resultierte gar ein deutlicheres Minus (SPI Index -2.0%). In den Schwellenländern litten vor allem Lateinamerika und Asien. Zu der schwächeren Konjunktur in China und der asiatischen Region gesellten sich

die gestiegenen Ausfallrisiken im chinesischen Immobiliensektor. Die jüngste USD-Stärke belastete darüber hinaus.

«Value» hatte die Nase vorn

Die Frage «Growth» oder «Value» verlor nichts an Aktualität. Zu Quartalsbeginn sahen Wachstumstitel erneut wie der sichere Sieger aus, ab Mitte September begünstigten aber markant steigende US-Renditen die starke Erholung von «Value»-Aktien. Finanzwerte (+3.1%), IT (2.4%) und – aufgrund der soliden Preisentwicklung von Öl und Gas wenig überraschend – Energietitel (2.6%) zeigten dies deutlich.

US-Notenbank rüttelt Märkte auf

Die geldpolitische Sitzung der Fed beförderte globale Anleihenindizes ins Negative. Von US- und japanischen Staatsanleihen abgesehen, verbuchten fast alle Industrieländer negative Renditen. Die von Ländern der Eurozone emittierten Anleihen gaben im Schnitt rund 1% nach. Australien und Kanada, die bereits mit der Straffung der Geldpolitik begonnen haben oder dies in naher Zukunft planen, litten gar stärker.

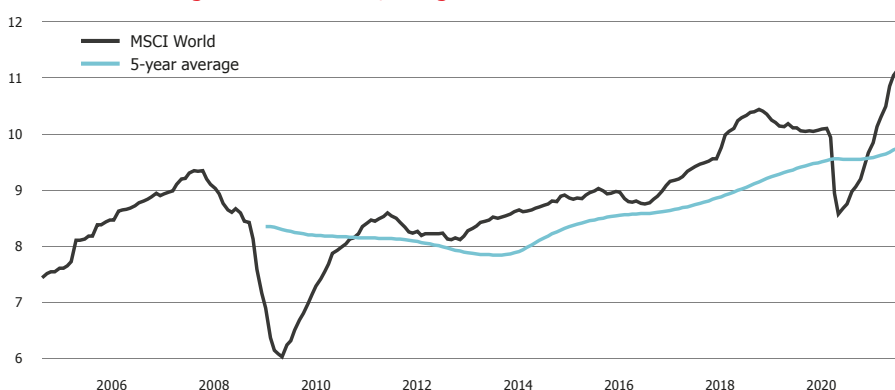
Auch Unternehmensanleihen vermochten nicht zu überzeugen, wobei man selbst für das Bonitätsrisiko kaum entschädigt wurde. In den Schwellenländern überzeugten nur Hartwährungsanleihen mit einem leichten Plus von 0.2%. Entsprechende Lokalwährungsanleihen büssten hingegen gemessen in CHF 3.5% ein.

Risikoaversion treibt USD

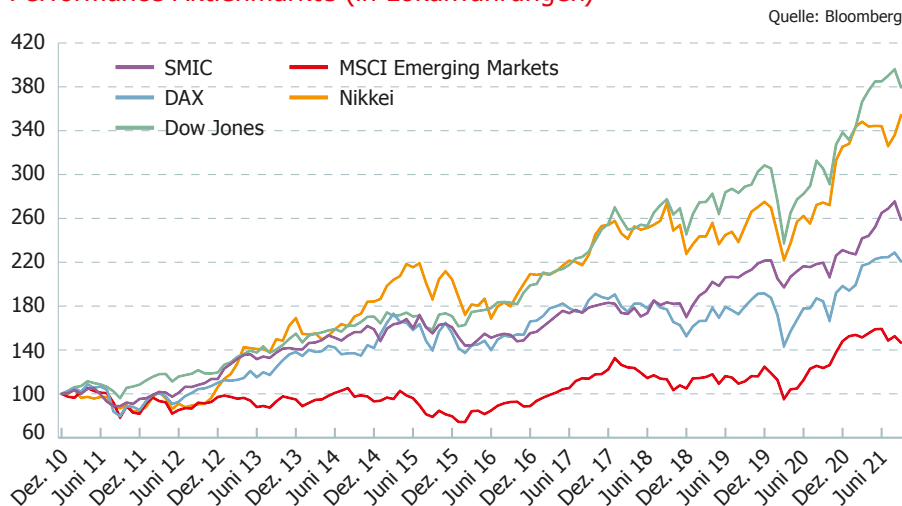
Handelsgewichteter hat der USD seit Anfang Juni stetig zugelegt. Gegenüber der US-Währung tendierte der CHF schwächer (-0.7%), zeigte sich aber

Gewinnerwartungen sind zu hoch, Margen auf Allzeithoch

Quelle: Vontobel



Performance Aktienmärkte (in Lokalwährungen)



stark im Vergleich zum EUR (+1.6%). Der australische Dollar (AUD) verlor 2.9% aufgrund seiner ökonomischen Verbindung zu China. Schwellenländer waren ähnlich schwach, insbesondere der brasilianische Real (BRL) gab stark nach (-8.0%).

Nachhaltigkeit befeuert Rohstoffpreise

Das Bestreben von Industrieländern und vor allem von China, ihre Emissionen zu reduzieren, liess die Rohstoffpreise steigen. Tiefer als übliche Fördermengen beim Öl und global fallende Lagerbestände stützten den Ölpreis (Brent +4.5%). Die Notierungen für Gas kletterten kräftig (+58.6%), auch hier begünstigt durch schrumpfende Lager und die Abkehr von Kohle als Energieträger. Letzteres ist vor allem in China ein grosses Thema, das seitens Regierung stark propagiert wird.

Makro-Highlights

Quelle: Vontobel

	WACHSTUM	INFLATION	ZENTRALBANK
USA	Weiterhin positiver Ausblick, aber BIP-Prognose für 2021 von 6.2% auf 5.9% gesenkt; Angebotsengpässe und Covid-19 belasten	Stärker als prognostizierter Inflationsschub, Erwartung von deutlich über 2% im 2022	Fed wird im November eine Drosselung der Wertpapierkäufe ankündigen und das Programm Mitte 2022 beenden
EU	Kräftige Erholung im Q2 dank Wiederbelebung der Wirtschaft, Fortsetzung im Q3/Q4 erwartet mit Höhepunkt im Q3	Zeitweiliger Anstieg auf bis 3.5% bis Ende 2021 erwartet, Hauptgrund sind Basiseffekte und Wiederöffnung	Stabile Zinsen im Euroraum erwartet, mögliche Drosselung der Pandemie-Notkäufe durch EZB ab Q4
CH	Wachstumstempo aus Q2 dürfte sich abschwächen, aber im Q3/Q4 auf hohem Niveau bleiben	Anstieg auf ca. 1.5% bis Ende 2021 erwartet, Hauptgrund sind Basiseffekte und Wiederöffnung	Keine Änderung bei den Zinsen erwartet, SNB mit weiteren Interventionen bei erheblichem Erstarren des CHF
CHN	Absenkung der realen BIP-Prognose auf 7.9% aufgrund strengerer Covid-19-Beschränkungen und einbrechendem Markt für Wohnimmobilien	Moderate Inflation erwartet, durchschnittlich 1.1% für 2021	Turbulenzen am Immobilienmarkt lassen lockerere Geld- und Fiskalpolitik erwarten
JPN	Absenkung der BIP-Prognose für 2021 von 2.5% auf 2.4%; steigende Fallzahlen und schwächere Auslandsnachfrage lasten auf Konjunkturerholung	Schwacher Konsum, Preisentwicklung weiterhin negativ; Prognose -0.1% für 2021 und +0.2% für 2022	BoJ hat kaum Spielraum für baldige Drosselung, weiter expansives Verhalten für absehbare Zeit

Aktienmärkte mit übertriebenen Gewinnerwartungen

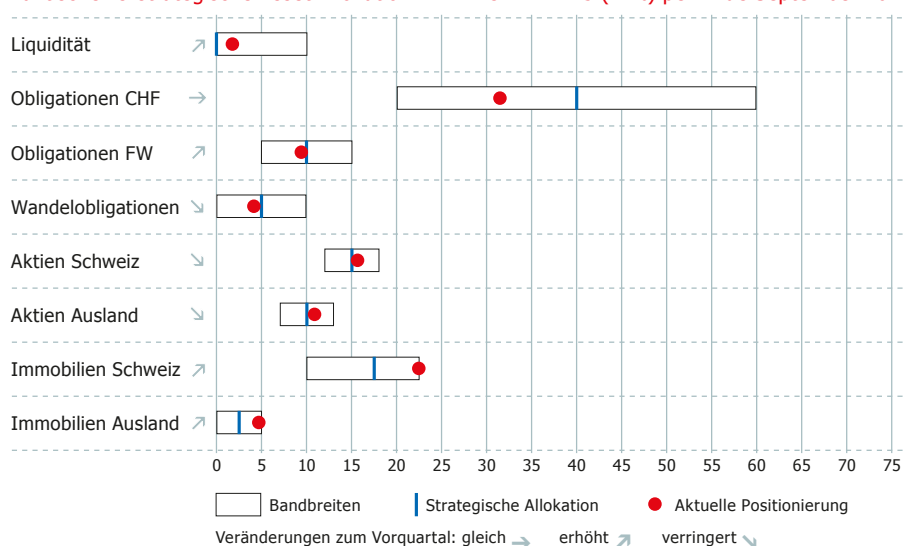
Die Bäume wachsen nicht in den Himmel

Die Aktienmärkte erreichten im 3. Quartal vielerorts neue Höchststände. Die Kursfortschritte fussten allerdings nicht mehr auf (noch) höheren Gewinnerwartungen, sondern auf historisch betrachtet exzessiven Bewertungen. Die Aussicht auf eine leicht restriktivere Geldpolitik (Tapering) seitens der US-Notenbank und ein konjunkturelles Umfeld, das gemäss Frühindikatoren an Fahrt verliert, führten zu empfindlichen Kursrückschlägen an den Märkten. So verlor der Schweizer Aktienmarkt gemessen am SPI Index seit seinem Höchststand Mitte August 6.5 % und der MSCI World Index bzw. der S&P 500 Index je rund 5 %. Weitaus heftiger und bereits fortgeschrittener ist die Korrektur in China, wo der Hang Seng Index seit Februar über 20 % eingebüsst hat.

Aktienmärkte auf Neutral zurückgestuft

Wie bereits in unserer Lagebeurteilung von Ende Juni dargelegt, erachten wir es nach wie vor als angebracht, das Aktienmarktrisiko zu reduzieren und weitere Gewinne mitzunehmen. Die Erwartungen an die Unternehmensgewinne und insbesondere an die Gewinnmargen dürften sich als zu ambitiös erweisen. Zudem ist das Risiko einer Inflationsschwelle, die höher ausfallen und länger anhalten könnte, als von den Notenbanken erwartet, nicht vom Tisch. Zumindest

Taktische vs. strategische Asset Allokation MIXTA OPTIMA 25 (in %) per Ende September 2021



ist davon auszugehen, dass der Preisanstieg an den Rohstoff- und Energiemärkten zu Beginn der Wertschöpfungsketten die Produktionskosten vieler Güter erhöhen wird. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Übergewichtung von Aktien reduziert und nehmen das vierte Quartal insgesamt mit einer neutralen Positionierung in Angriff. Innerhalb unseres Aktienengagements bevorzugen wir defensivere Titel, die bei vorübergehenden Rückschlägen einen gewissen Schutz verglichen mit dem Gesamtmarkt bieten.

Immobilien weiterhin gegenüber Obligationen bevorzugt

Der in den letzten Tagen und Wochen

beobachtete Zinsanstieg für 10-jährige US-Staatspapiere hat die Märkte auf dem falschen Fuss erwischt. Die monatlichen Wertpapierkäufe seitens der US-Notenbank blieben ja unverändert und die Fed hat erste Zinserhöhungen, wenn überhaupt, erst für 2023 angekündigt. Offensichtlich antizipieren die Märkte das angekündigte schrittweise Tapering ab November 2021 aber bereits. Die Anleihemärkte haben den Renditeanstieg eingepreist und empfindliche Verluste hinnehmen müssen. Besonders die zinsensensitiven Papiere mit langen Laufzeiten (IBOXX US-Treasuries 10y+: -7.1 %) liegen seit Jahresbeginn deutlich im Minus. Bei den Unternehmensanleihen haben die immer noch äusserst lockeren Kreditbedingungen die Wertentwicklung rückblickend zwar gestützt, die mittlerweile aber sehr engen Investment-Grade-Spreads bieten aber keine attraktive Ausgangslage für zukünftige Erträge. Wir halten daher an unserer Übergewichtung und der tieferen Duration in den Obligationen fest. Aus Cashflow-Sicht sehen wir Immobilien weiterhin als attraktivere Alternative zu Anleihen.

Performanceübersicht MIXTA OPTIMA per Ende September 2021

Kategorie I, netto, nach Kosten

	YTD	2020	3 Jahre*	5 Jahre*	10 Jahre*
MIXTA OPTIMA 15**	2.30 %	2.85 %	3.71 %	3.01 %	3.67 %
MIXTA OPTIMA 25	5.07 %	1.62 %	4.79 %	4.30 %	5.13 %
MIXTA OPTIMA 35	6.38 %	1.61 %	5.37 %	5.02 %	5.74 %
Pictet BVG 25 (2000)	2.59 %	2.57 %	4.01 %	3.28 %	4.44 %

*annualisiert **Kategorie II

Steiler Anstieg an den Aktienmärkten: Zeit für eine rationale Betrachtung

Der steile Anstieg zahlreicher Aktienmärkte seit Beginn der Pandemie überraschte. Enorme Finanzmittel privater und institutioneller Anleger befeuerten die Märkte und trieben diese ungeachtet sich mehrender Anzeichen einer schwächer werdenden Konjunktur an. Es scheint nur eine Frage der Zeit zu sein, bis die Notenbanken ihre Zurückhaltung aufgeben und eine restriktivere Haltung einnehmen. Auf die anscheinend nur eine Richtung kennenden Aktienmärkte dürfte dies für den Moment etwas dämpfend wirken. Vor dem Hintergrund aller Beeinträchtigungen durch die Pandemie überraschte die erfolgreiche Berichtssaison bei den Unternehmensgewinnen, die entgegen einigen Befürchtungen positiver als erwartet ausfiel.

Die globalen Unternehmen haben die Gewinnerwartungen der Analysten in der vergangenen Berichtssaison im Schnitt um 17% übertroffen. Dies erstaunte insbesondere, da dieser Wert im Normalfall eher im einstelligen Bereich liegt. Finanzwerte und Kommunikationsdienste führten die Liste der Gewinner an. Letztere sowie Unternehmen aus den Sektoren Zyklische Konsumgüter und Immobilien dürften von den Auswirkungen der Pandemie profitiert haben. Die wichtigsten Notenbanken stützten aktiv den Aufwärtstrend und standen Zinserhöhungen trotz wachsenden Inflations-sorgen abwartend gegenüber. Die Nominalzinsen verharrten in den Industrieländern bei unter 2% und auch die Realzinsen blieben niedrig. Die Aktienbewertungen profitierten und trieben renditehungrige Anleger in riskantere Anlageklassen. Vorsicht ist dennoch angebracht angesichts von Gewinnerwartungen, die für dieses und nächstes

Jahr bereits recht optimistisch sind. Darüber hinaus haben die Gewinnmargen der Unternehmen den höchsten Stand seit Jahrzehnten erreicht. Seitens Notenbanken ist in den kommenden Monaten höchstwahrscheinlich mit Ungemach zu rechnen, da diese mit einem Zurückfahren ihrer Stützungs-massnahmen beginnen dürften. Neben Belastungen für die Wirtschaftsentwicklung dürfte sich dies auch auf die hohen Aktienbewertungen auswirken.

Hilft ein Blick nach Asien?

Im Gegensatz zur westlichen Welt hat sich Chinas Wirtschaft schneller von Covid-19 erholt. Daher haben die chinesischen Behörden im Frühjahr die konjunkturstimulierenden Massnahmen reduziert. Dies mag die Aussichten für Aktien etwas getrübt haben, allerdings war dies nicht der einzige Grund, der die Aktienrally erlahmen liess. Der eigentliche Einbruch erfolgte erst nach

den unerwarteten regulatorischen Massnahmen zulasten von Teilen des chinesischen Technologiesektors. Festhalten lässt sich aber, dass auch die westlichen Börsen auf Massnahmen der Notenbanken anfällig reagieren dürften. Wir sind im zweiten Jahr eines Bullenmarktes und in dieser Phase gibt es oft Rückschläge. Eine deutliche, wenn auch temporäre Korrektur käme für uns nicht überraschend (siehe Grafik). Ferner sind die Aktienrenditen rund um einen Wachstumshöhepunkt wie derzeit oft niedriger und volatil als während einer Konjunkturerholung.

Zeit für die Defensive

Die globalen Aktienmärkte waren seit ihrem Tiefstand im März 2020 mit Höchstgeschwindigkeit unterwegs und haben ihren Wert zum Teil nahezu verdoppelt (z.B. S&P 500, DAX). Die Zeit für eine Risikoreduktion in den Portfolios scheint unserer Ansicht nach gekommen zu sein.



IST Lagebeurteilung
Ausgabe Oktober 2021

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

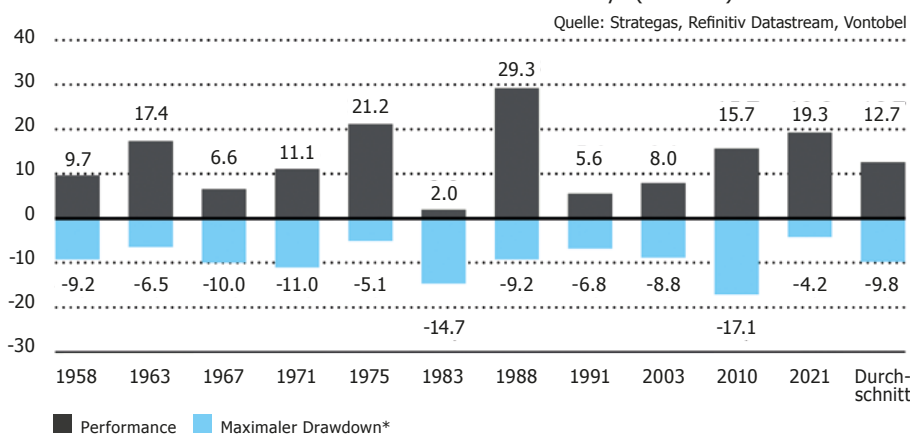
IST Fondation d'investissement
Avenue Ruchonnet 2 | 1003 Lausanne
Tél 021 311 90 56 | Fax 044 455 37 01
info@istfunds.ch | istfunds.ch

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.

Zweites «Bullenjahr» bringt meist höhere Verluste

Performance und Drawdowns im zweiten Jahr von Aktienrallys (S&P 500)



* Maximaler Wertverlust vom Höchst- bis zum Tiefstand eines Wertpapiers («Peak-to-trough») vor dem nächsten Höchststand