

# Geldpolitik entfaltet langsam ihre Wirkung

**Nach Monaten der Entspannung an der Inflationsfront sorgten Anfang Januar der robuste Arbeitsmarkt und die überraschend anhaltende Teuerung für leichte Verstimmung an den Märkten. Für grössere Eintrübungen bei den Aktien bedurfte es jedoch der in Kalifornien beheimateten mittelgrossen Silicon Valley Bank, die Mitte März kollabierte. Einmal mehr scheint sich bewahrheitet zu haben, was Milton Friedman in den 1960er Jahren herausgefunden hat: Der Effekt von Zinserhöhungen auf die Wirtschaft kann mit grosser Verzögerung wirken – in diesem Fall 12 Monate.**

Um einer möglichen Ansteckung im Bankensektor den Nährboden zu entziehen, griffen die Zentralbanken zu beherzten Massnahmen. In den USA wurde eine unbegrenzte Bankeinlagengarantie für die betroffenen Finanzinstitute ausgesprochen und ihnen die Möglichkeit gegeben, sich gegen Hinterlegung von Sicherheiten mit hoher Qualität (z. B. US-Staatspapiere) Liquidität zu besorgen. Dies sorgte gegen Ende des Quartals für Beruhigung. Für Anleihen und Aktien resultierten für die ersten drei Monate dieses Jahres positive Ergebnisse und der USD schwächte sich weiter ab.

## Bankenrisiken belasten nur kurzfristig

Was Arbeitsmarkt und Inflationszahlen begonnen hatten, vollendeten die Verwerfungen im Finanzsektor. Neben dem Kollaps der Silicon Valley Bank, die zu den grössten 20 kreditgebenden Instituten in den USA gehörte, zwangen die forcierte Übernahme der Credit Suisse durch die UBS die Finanzmärkte zunächst in die Knie. Viele Aktienindizes büssten in diesem Zusammenhang nahezu ihre gesamte Jahresperformance ein. Dank des umgehenden Eingreifens der US-Notenbank setzte eine Gegenbewe-

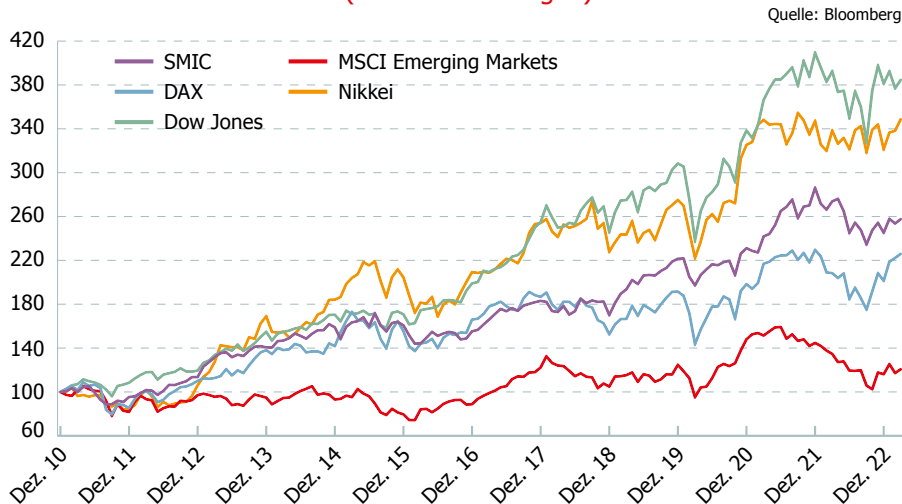
gung ein und für den MSCI World Index stand für das 1. Quartal ein Plus von 6.3% in CHF zu Buche. In den Schwellenländern beflügelten im Januar die weitere Öffnung Chinas die Aktienmärkte, ab Februar hinkten diese jedoch den Industrieländern wieder etwas hinterher. Für das Berichtsquartal resultierte dennoch ein Plus von 2.6% (in CHF), wobei Tschechien mit +31% (in CHF) zu beeindrucken wusste.

Nicht zum ersten Mal standen die Zentralbanken im Mittelpunkt des Geschehens. Ihre Politik halte in der Aktienmarktpartenance direkt wider. Fallende langfristige Renditen und damit sinkende Diskontierungsfaktoren für zukünftige Erträge brachten eine Outperformance von 14.5% (in CHF) von «Growth»-Aktien mit hohem künftigen Wachstumspotenzial gegenüber «Value»-Aktien mit hohem Substanzwert. Zwar sorgten der starke Arbeitsmarkt und überraschend hohe Inflationswerte im Februar für eine temporäre Gegenbewegung, die Verwerfungen im Bankensektor trafen das «Value»-Segment jedoch schwer. So ist die Outperformance von Technologietiteln (+19.8%) vor Kommunikationswerten (+16.7%) und langlebigen Konsumgütern (+15.1%) nicht überraschend. Energietitel (-5.2%) und Finanzmarkttitle (-3.1%) belegten die letzten Plätze (Performance in CHF; MSCI-Indizes).

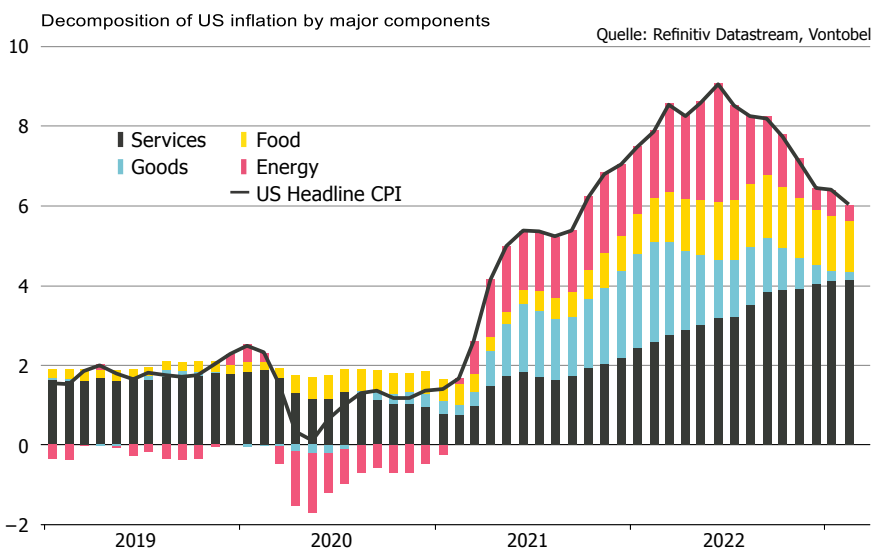
## Anhaltend hohe Volatilität im Anleiensegment

Der Move-Index, welcher die Schwankungen von Anleihen misst, stieg relativ zur Aktienvolatilität auf seinen höchsten Stand seit ca. 20 Jahren. Die Marktteilnehmer gehen per Ende des

## Performance Aktienmärkte (in Lokalwährungen)



## US-Gesamtinflation sank von 6.4% auf 6.0%; nun (wie üblich) von Dienstleistungspreisen dominiert



ersten Quartals davon aus, dass in den USA zwei Zinssenkungen vorgenommen werden. Für die Anleihen bedeutete dies stattliche Gewinne im Quartalsverlauf, wobei am kurzen Ende der Zinskurve ein stärkerer Rückgang der Rendite zu verzeichnen war (Bull Steepening).

Globale Staatsanleihen (JPM Global Government Bond Index) konnten im ersten Quartal mit 2.8% zulegen. Regional gesehen belegten australische (+5.1%), italienische (3.5%) und US-Staatspapiere (+3.1%) die ersten drei Ränge (in Lokalwährung). Für Schwellenländeranleihen resultierte

ebenfalls ein Plus, wobei Obligationen in Lokalwährung (+2.9%) aufgrund der Dollarschwäche die Oberhand gegenüber Hartwährungsanleihen (+1.9%) hatten. Auch Unternehmensanleihen legten in den USA (+3.5%) und in Europa zu (+1.8%). Gegenätzlich aber war die Performance je nach Rating. In den USA schnitten Anleihen mit einer AAA-Bewertung (+5%) am stärksten ab, in Europa war es das Segment mit tieferer Bonität (BAA: +2%) (in Lokalwährung).

### Dollarschwäche setzt sich fort

Die US-Währung bleibt auch im Jahr 2023 schwach. Seit November 2022 hat der handelsgewichtete USD die Hälfte seiner seit 2021 erzielten Gewinne wieder eingebüsst. Unter den Hauptwährungen wussten insbesondere das GBP (+2.8%), der EUR (+1.8%) und der CHF (+1.3%) die Dollarschwäche auszunutzen. Der JPY konnte nicht profitieren, da die Lockerung der Zinskurvenkontrolle im März nicht vorangetrieben wurde. Mit -1% blieb der Abschlag auf den Dollar im ersten Quartal jedoch überschaubar.

## Makro-Highlights

Wachstum	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.0	0.6
USA	2.1	1.0
Euroraum	3.5	0.5
China	3.0	5.3

Arbeitslosenrate	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.2	2.2
USA	3.6	3.9
Euroraum	6.7	6.9
China	5.6	4.1

Inflation	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.9	2.4
USA	8.0	4.3
Euroraum	8.4	5.6
China	2.0	2.3

Leitzinsen	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	1.25	1.75
USA	4.50	5.05
Euroraum	2.50	4.10

Quelle: Bloomberg; Konsensschätzungen per 31.3.2023; alle Angaben in %

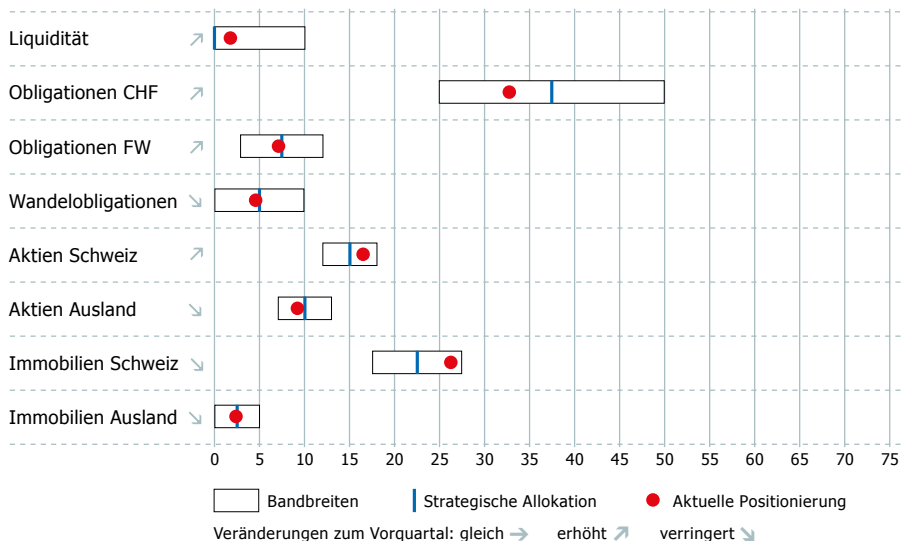
# Zentralbanken im Dilemma

Die Zentralbanken sehen sich dieses Jahr der nicht ganz einfachen Herausforderung gegenüber, gleichzeitig für die Stabilität der Preise und des Finanzsystems zu sorgen. Im 1. Quartal setzte die US-Notenbank Fed ihre Zinserhöhungen fort und hob den Leitzins zwei Mal um je 0.25 Prozentpunkte auf 5.0% an. Die europäische Zentralbank EZB straffte ihren Leitzins sogar um 1%. Damit stieg dieser in nur neun Monaten von 0% auf 3.5%. Auch die SNB drehte an der Zinsschraube und erhöhte den Leitzins auf 1.50%. Der Wortlaut der Notenbanken fokussiert unmissverständlich auf eine Eindämmung der Inflation, weshalb im laufenden Jahr kaum mit einer Abkehr von der restriktiven Geldpolitik zu rechnen ist. Anders sehen es die Obligationenmärkte. Die Fed-Futures eskomptieren bis Ende 2023 bereits Zinssenkungen um ca. 1%. Diese Diskrepanz führt derzeit zu ausserordentlich starken Schwankungen an den Zinsmärkten.

## Volatile Obligationenmärkte

Die grundlegende Erwartung gegenüber Nominalwertanlagen ist die einer möglichst stabilen Rendite, die die Gesamtvolatilität eines gemischten Portfolios senkt und die reale Substanzerhaltung gewährleistet. Seit der Zinswende im letzten Jahr sind die Renditen von Obligationenanlagen zwar gestiegen, allerdings auch deren Volatilität. Angesichts der Verunsicherung über die zukünftige Entwicklung der Inflation und die weitere Zinspolitik, ist nicht von einer baldigen Marktberuhigung auszugehen. Deshalb halten wir in unseren Mixta-Vermögen die Duration unterge-

Taktische vs. strategische Asset Allokation MIXTA OPTIMA 25 (in %) per Ende März 2023



wichtet, haben das Ausmass in den letzten Monaten jedoch etwas reduziert. Aufgrund der inversen Zinskurve fokussieren wir auf kürzere bis mittlere Laufzeiten und ausgewählte Kreditstrategien als Beimischung.

## Aktienmärkte mit hoher Sektordivergenz

Das unsichere Marktumfeld lässt auch für Aktien ein überdurchschnittlich volatiles Umfeld erwarten. Bereits im ersten Quartal des laufenden Jahres zeigen sich erhebliche Divergenzen bei der Sektor-Performance. Im Stoxx 600 Index beträgt der Unterschied zwischen dem schlechtesten (REITS: -4.9%) und dem besten Sektor (Konsumgüter: +21.7%) über 26.6 Prozentpunkte! Trotz der bisweilen guten Anlegerstimmung darf die gegenwärtige Abschwächung der Konjunktur dynamik nicht unterschätzt werden. Wir setzen weiterhin auf

defensive Qualitätstitel, obwohl diese bisher im laufenden Jahr nicht besonders gefragt waren. Gerade anlässlich der bevorstehenden Dividendensaison spricht aber einiges für risikoarme Titel mit überdurchschnittlichen Ausschüttungsrenditen. In unseren Mixta Optima setzen wir hierfür unsere eigenen Minimum-Varianz-Bausteine für die Schweiz (Dividendenrendite: 3.2%) und das internationale Aktiensegment (2.9%) ein. Bewertungsbedingt halten wir an unserer Beimischung von Small Caps fest. Insgesamt bleiben wir für Aktien neutral gewichtet.

## Schweizer Immobilienanlagen mit Sonderstellung

In der Schweiz ist im internationalen Vergleich eine relative Stabilität zu verzeichnen. Das Angebot an neuen Liegenschaften ist nach wie vor knapp, die Leerstandsquote niedrig und die Nachfrage robust. Schweizer Immobilien, insbesondere nicht kotierte Direktanlagen, sind aus einer Cashflow-Perspektive weiterhin attraktiv. Zudem bieten sie einen gewissen Schutz vor Inflation und gelten als krisenresistent. Wir bleiben in NAV-bewerteten Schweizer Immobilien übergewichtet und entschärfen damit das gestiegene Volatilitätsrisiko in den Mixta-Portfolios.

## Performanceübersicht MIXTA OPTIMA per Ende März 2023

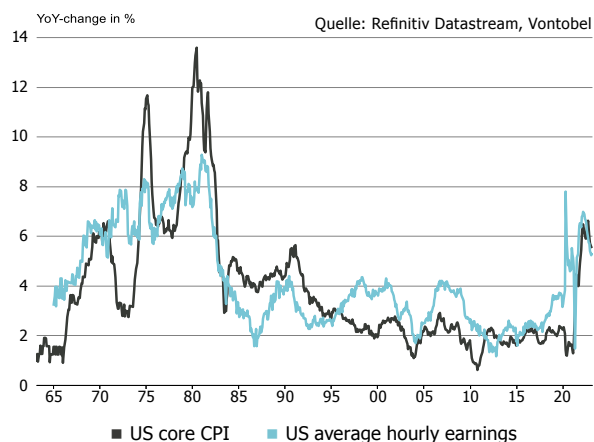
Kategorie I, netto, nach Kosten

	YTD	2022	3 Jahre*	5 Jahre*	10 Jahre*
<b>MIXTA OPTIMA 15**</b>	1.98%	-9.72%	0.97%	0.72%	2.01%
<b>MIXTA OPTIMA 25</b>	2.32%	-9.84%	2.81%	1.76%	3.11%
<b>MIXTA OPTIMA 35</b>	2.76%	-11.24%	3.55%	2.04%	3.38%
<b>Pictet BVG 25 (2000)</b>	2.69%	-14.16%	0.00%	0.15%	1.90%

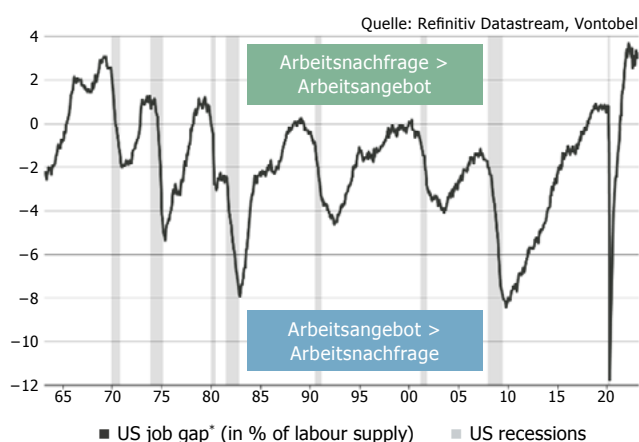
\*annualisiert \*\*Kategorie II

# Zinserhöhungen der US-Notenbank (Fed) beginnen zu wirken – der Arbeitsmarkt reagiert

## Hartnäckiger Lohndruck bedeutet hartnäckige (Kern-)Inflation (1965–2022)



## Starke Nachfrage nach Arbeitskräften trifft auf Mangel an Arbeitskräften (1965–2022)



## Herbeigesehnte Schwäche des US-Arbeitsmarktes

Nichts schien den US-Arbeitsmarkt bisher erschüttern zu können, nicht einmal die schrittweisen Zinserhöhungen der Fed. Monat für Monat wurden neue Stellen geschaffen, selbst das sich abschwächende Baugewerbe schien weitgehend immun. Insgesamt liegen die Zahlen der Beschäftigten ausserhalb der Landwirtschaft noch immer deutlich über Vor-Pandemie-Niveau. Dass der Arbeitsmarkt derart im Fokus steht, hat mit seiner Wichtigkeit zu tun. Diese liegt in zwei Faktoren begründet: Er ist ein Indikator für die konjunkturelle Situation und, wenn angespannt, ein potentieller Inflationstreiber.

## Gründe für die anhaltende Stärke

Der direkte Einfluss der Fed ist begrenzt, lediglich eine durch Zinserhöhungen verursachte Abschwächung der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen könnte den Arbeitsmarkt belasten. Die heutige Situation ist jedoch in zweierlei Hinsicht komplexer: Covid-bedingt schrumpfte das Arsenal von Arbeitskräften und die Gewinnmargen der Unternehmen sind noch hoch genug, um keine Entlassungen vornehmen zu müssen.

## Arbeitsmarktindikatoren mit nachlaufender Aussage

Die Reaktion des Arbeitsmarktes auf die konjunkturelle Entwicklung ist

zeitverzögert und gerade diese Eigenheit darf nicht ausser Acht gelassen werden. Historisch gesehen hinkt er der Auftrageingangskomponente des Institute for Supply Management (ISM) in der Regel drei Quartale hinterher. Eine Abschwächung könnte somit ab Mai 2023 einsetzen.

## Prognosen scheinen sich zu erfüllen

Eine mögliche Rezession war Teil der Erwartungen für 2023. Dazu gehörte auch ein markantes Nachgeben des US-Arbeitsmarktes. Graduell ansteigende Entlassungen, gesunkene Kündigungsraten, die ein geringeres Vertrauen in den Arbeitsmarkt widerspiegeln, und eine geringere durchschnittliche Wochenarbeitszeit stützen unsere Annahmen. Als Resultat sollte ein schwächerer Arbeitsmarkt das Lohnwachstum unausweichlich abkühlen und damit einen wichtigen Inflationstreiber bremsen.

## Fazit

Der US-Arbeitsmarkt ist das Zünglein an der Waage, einerseits was das Eintreten einer Rezession anbelangt, andererseits wie sich die Inflation entwickelt. Seiner bisher überraschenden Stärke zum Trotz werden nun Risse sichtbar und eine Abkühlung im 2. Quartal wahrscheinlicher. Der nachlassende Lohndruck angesichts sinkender Gewinne der Unternehmen dürfte helfen, die Inflation in Schach zu halten.

\* «job gap» = Differenz zwischen Arbeitsnachfrage (Summe aus offenen Stellen und ziviler Beschäftigung) und Arbeitsangebot (zivile Erwerbspersonen).



IST Lagebeurteilung  
Ausgabe April 2023

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](http://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.