

Des einen Freud ist des anderen Leid: Aktienmärkte atmen dank erster Zinssenkungen auf

Die Kristallkugel fand auch im 2. Quartal viel Verwendung. Die Marktteilnehmer überboten sich mit Prognosen bezüglich der ersten Zinssenkung in den USA – am Ende lag die Mehrheit mit ihren Annahmen jedoch daneben. Die US-Wirtschaft erwies sich als sehr robust und die Inflationsdaten übertrafen erneut die Erwartungen. Gegen Ende des Berichtszeitraums gaben erste Anzeichen einer Konjunkturabkühlung und eines schwächeren Arbeitsmarktes sowie eine nachlassende Teuerung den Anlegerhoffnungen aber neue Nahrung. Die Aktienmärkte oszillierten stark, schlossen das Quartal aber positiv ab. Für die überwiegend richtungslos tendierenden Obligationen standen am Ende überwiegend höhere Renditen zu Buche.

Divergierende Schritte der Zentralbanken

Die uneinheitliche und herausfordernde Konjunkturentwicklung veranlasste die Währungshüter zu unterschiedlichem Vorgehen. Die US-Notenbank (FED) verharrt im zweiten Quartal an der Seitenlinie, was angesichts der hartnäckigen Inflation und der robusten Arbeitsmarktzahlen nicht verwunderlich war. Anlegerhoffnungen auf Zinssenkungen im ersten

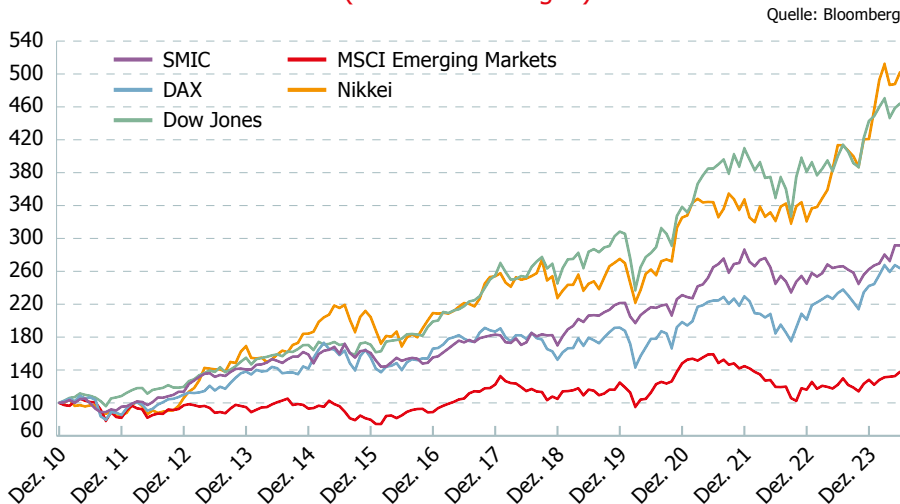
Halbjahr zerstoben innerhalb kurzer Zeit. Ungemach könnte allerdings bald von den US-Konsumenten drohen. Sie, die massgeblich zur Konjunkturstärke beitragen, konnten während der Pandemie zusätzliche Ersparnisse von über USD 2'100 Mrd. aufbauen. Dieses «Sparkonto» ist inzwischen nicht nur leer sondern überzogen. Die Grafik auf der Folge-seite verdeutlicht dies eindrucksvoll. Die EZB hingegen reduzierte im Juni

die Leitzinsen um 25 Bp, legte sich aber nicht auf ihr weiteres Vorgehen fest. In der Schweiz überraschte die SNB mit ihrem frühzeitigen zweiten Zinsschritt um ein weiteres Viertelprozent. Angesichts tieferer Inflationserwartungen scheint diese Massnahme nachvollziehbar. Eine sich anschliessende Abschwächung des CHF dürfte dabei ein willkommener Nebeneffekt gewesen sein.

Überwiegend Freude bei den Aktienanlegern

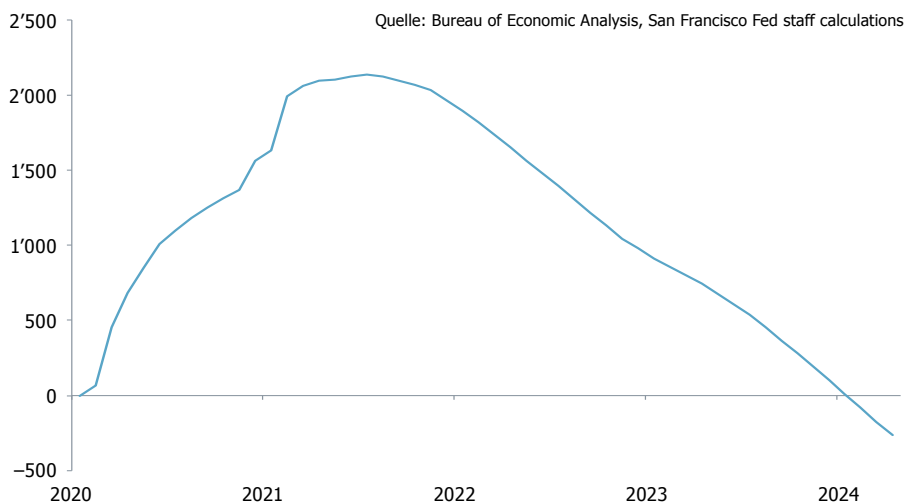
Der MSCI AC World Index legte im zweiten Quartal um rund 1.9% in CHF zu. Auf Sektorebene erwiesen sich vor allem Technologie und Kommunikation als stark (11.2% bzw. 7.7%). Rohstoffe (-3.7%) und Immobilienaktien (-3.8%) waren angesichts der hohen Zinsen die Schlusslichter. Dividenden- und Value-Titel brachten keinen Mehrwert. Aus Anlagestilsicht bevorzugte der Markt in erster Linie Qualität (5.3%) und Wachstum (4.8%). US-Technologiewerte setzten ihren Höhenflug fort. Der S&P 500 erklimmte im Juni ein neues Allzeithoch und lag am Quartalsende mit 3.6% im Plus. Übertroffen wurde dieses Resultat durch den NASDAQ Index mit einer Performance von 7.5%. Schwellenländeraktien entwickelten sich deutlich besser als in den Vorquartalen und erzielten einen Zuwachs von rund 4.5%. Und dies trotz verhaltener Konjunktur und schwieriger Handelspolitik des Indexschwergewichts China. Für den Nikkei 225 ging es mit deutlichen -8.1% abwärts. Die Eurozone vermochte sich der Geopolitik und dem Rechtsruck bei

Performance Aktienmärkte (in Lokalwährungen)



Amerikanische Konsumenten sparten während der Pandemie ... und gaben alles wieder aus

Zusätzliche Ersparnisse von USD 2'100 Mrd. im 2021 stützten Konsum



den europäischen Parlamentswahlen nicht zu entziehen und litt darüber hinaus unter den Spannungen im Handel mit China. Der EuroStoxx 50 Index verdeutlicht dies mit einem Minus von 4.7%. Erfreulich war die Entwicklung des Schweizer Marktes, der gemessen am SPI um 3.1% zulegen konnte (alle Performanceangaben in CHF).

Auf und ab bei den Anleihen

Die aktuelle Stärke der US-Wirtschaft, die Unsicherheit bezüglich der weiteren Konjunktorentwicklung bzw.

der Stärke des Arbeitsmarktes und die deswegen vage gehaltenen Aussagen der FED zu möglichen Zinsschritten lasteten auf den Anleihemärkten. Die Anleger waren zur ständigen Anpassung ihrer Zinserwartungen gezwungen, was sich an den volatilen Renditen ablesen liess. Diese schwankten für 10-jährige US-Staatsanleihen erheblich in einer Bandbreite von 4.2% bis 4.7%. Für das Quartal stand somit eine bescheidene positive Nettorendite von 0.09% zu Buche. Erfreulicher sah es für CHF-Anleihen

aus, welche nach der Zinssenkung der SNB gesucht waren und sich im zweiten Quartal gemessen am SBI AAA-BBB Index 1.3% verteuerten.

Der König ist tot, lang lebe der König

Der USD zeigte wiederum seine Stärke und widerstand allen Abgesängen. Die US-Wirtschaft hat sich als überraschend widerstandsfähig erwiesen, was die FED unter Druck gesetzt und den USD über weite Strecken des zweiten Quartals gestützt hat. Im Gegensatz dazu setzte der JPY seine Schwächephase fort und verlor gegenüber dem USD 6.3%. Seit Jahresbeginn summiert sich das Minus nun auf über 12% und die japanische Währung notiert gegenüber dem USD auf ihrem schwächsten Niveau seit fast 40 Jahren.

Die Zinssenkung der SNB im März, die erste einer der G10-Notenbanken, lastete auf dem CHF. Dieser schwächte sich im ersten Halbjahr gegenüber allen G10-Währungen mit Ausnahme des JPY ab. Die politische Unsicherheit in Europa im Anschluss an die Wahlen zum Europäischen Parlament gaben dem CHF im Juni vorübergehend wieder etwas Rückenwind, bevor die SNB im gleichen Monat ein zweites Mal agierte. Der EUR verteuerte sich so gegenüber dem CHF im ersten Halbjahr um 3.7%.

Makro-Highlights

Wachstum	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	0.8	1.3
USA	2.5	2.3
Euroraum	0.5	0.7
China	5.2	4.9

Arbeitslosenrate	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	2.0	2.3
USA	3.6	4.0
Euroraum	5.7	6.0
China	7.7	7.4

Inflation	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	2.1	1.4
USA	4.1	3.1
Euroraum	5.4	2.4
China	0.2	0.6

Leitzinsen	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	1.25	1.00
USA	5.50	5.05
Euroraum	4.50	3.35

Quelle: Bloomberg; Konsensschätzungen per 30.06.2024; alle Angaben in %

Selektive Aktienmärkte und zunehmende Renditedifferenz bei Anleihen

Defensive Aktiensegmente und Small Caps hatten im laufenden Jahr einen schweren Stand. Sowohl in der Schweiz als auch im Ausland hinkten klein- und mittelkapitalisierte Werte dem Gesamtmarkt deutlich hinterher. Für unsere Mixta-Portfolios brachte der strukturell hohe Anteil an defensiven Schweizer Aktien sowie Small & Mid Caps somit keinen Mehrwert. Auch LowVol-Anlagen waren in diesem euphorischen Umfeld nicht gesucht.

Für festverzinsliche Anlagen blieb die Renditedifferenz von Fremdwährungs- und CHF-Anleihen sehr hoch. Die Zinsschere zwischen dem USD und CHF öffnete sich weiter und lastete auf den Hedging-Kosten. Währungsgesicherte Anleihen wurden dadurch in Mitleidenschaft gezogen. Schwellenländerobligationen und Fremdwährungsanleihen profitierten einerseits von rückläufigen Kreditrisikoprämien und andererseits vom erstarkten USD. Kotierte Immobilienanlagen waren im zweiten Quartal sehr volatil. Der SXI Real Estate Funds TR Index konsolidierte zunächst deutlich und erholte sich erst nach der SNB-Zinssenkung wieder. Zum Halbjahresende resultiert unter dem Strich ein Kursgewinn von 4.9%. Die Beimischung dieses Segments in unseren Mischvermögen hat sich ausbezahlt. Der KGAST-Index (+0.78%) wurde deutlich übertroffen.

Markteinschätzung und Positionierung

Die Konjunktur im Euroraum und in der Schweiz scheint sich zu stabilisieren, nachhaltige Wachstumsimpulse fehlen

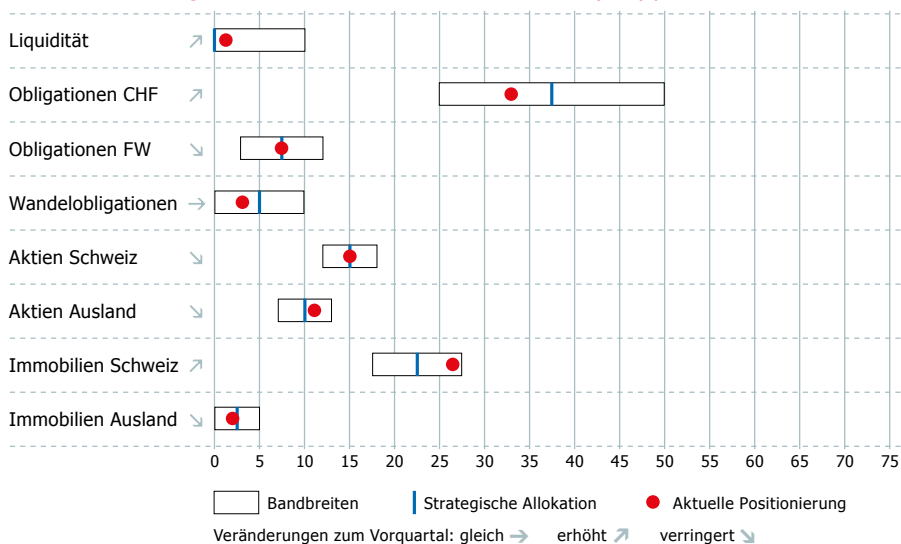
Performanceübersicht MIXTA OPTIMA per Ende Juni 2024

Kategorie I, netto, nach Kosten

	YTD	2023	3 Jahre*	5 Jahre*	10 Jahre*
MIXTA OPTIMA 15**	2.53 %	4.32 %	-0.90 %	0.88 %	2.03 %
MIXTA OPTIMA 25	3.42 %	4.02 %	-0.49 %	1.68 %	2.98 %
MIXTA OPTIMA 35	4.24 %	4.45 %	-0.53 %	2.02 %	3.25 %
Pictet BVG 25 (2000)	5.16 %	6.71 %	-1.15 %	0.79 %	2.20 %

*annualisiert **Kategorie II

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



aber nach wie vor. In den USA deuten vorlaufende Konjunkturindikatoren auf eine Abschwächung der bislang robusten Wirtschaft hin. Angesichts weltweit rückläufiger Inflationserwartungen haben die Notenbanken nun Spielraum, ihre Leitzinsen zu senken. Auf absehbare Zeit gehen wir aber noch von einem restriktiven Zinsniveau aus.

Wir rechnen im weiteren Jahresverlauf mit mehr Gegenwind an den Aktienmärkten. Anspruchsvolle Bewertungen und eine hohe Marktkonzentration auf wenige Technologieaktien, insbesondere in den USA, mahnen zur Vorsicht. Die KI-Euphorie hat wohl zu einer oder anderen Übertreibung geführt. Aus Risikoüberlegungen bleiben wir daher in unseren gemischten Portfolios leicht defensiver ausgerichtet. Wir gewichten Aktien zwar neutral, mischen aber zur

Diversifikation volatilitätsoptimierte Gefässe bei und halten bewertungsbedingt auch an unseren aktiv bewirtschafteten Small Caps fest. Letztere weisen im Vergleich zu den Large Caps einen historisch hohen Abschlag auf.

Schweizer Nationalbank verschiebt geldpolitisches Pulver

Nach dem jüngsten Renditerückgang sind CHF-Anleihen wenig attraktiv. Daher haben wir im Juni die Duration von CHF-Obligationen durch eine Gewinnmitnahme im Inlandschuldnersegment leicht reduziert. An unserer Beimischung von Schwellenländerobligationen in Lokalwährungen und von US-Municipal Bonds halten wir fest. Insgesamt bleiben wir bei den festverzinslichen Anlagen untergewichtet.

Immobilienfonds haben Talsohle erreicht

Der Schweizer Immobilienmarkt profitiert von tieferen Leitzinsen. Der Mietwohnungsmarkt weist einen strukturell zunehmenden Nachfrageüberhang auf, was die Preisentwicklung stützen dürfte. Als vorlaufendes Marktsegment zeigt der SXI Real Estate Funds Index mit einer Kurserholung von 4.9% im laufenden Jahr bereits eine positive Tendenz.

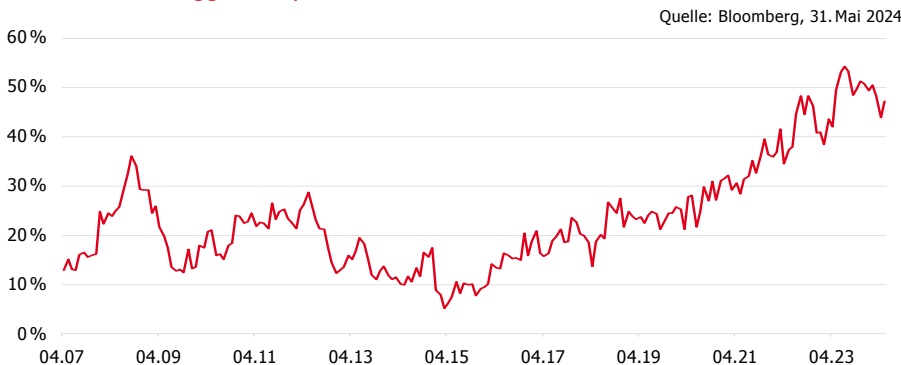
Europäische Nebenwerte: Attraktive Anlagemöglichkeit trotz makroökonomischem Gegenwind

Die Wachstumsaussichten für die europäische Wirtschaft haben sich eingetrübt. Eine historisch gesehen straffe Geldpolitik, die unsichere politische Landschaft sowie globale geopolitische Unruhen lasten auf dem makroökonomischen Umfeld – innerhalb und ausserhalb der Eurozone. Die im historischen Kontext geringe Kapazitätsauslastung hat darüber hinaus zu einem intensiveren Wettbewerb und Preisdruck geführt. Produktdifferenzierung und Preissetzungsmacht sind nun für die Erhaltung der Rentabilität von Unternehmen ausschlaggebend.

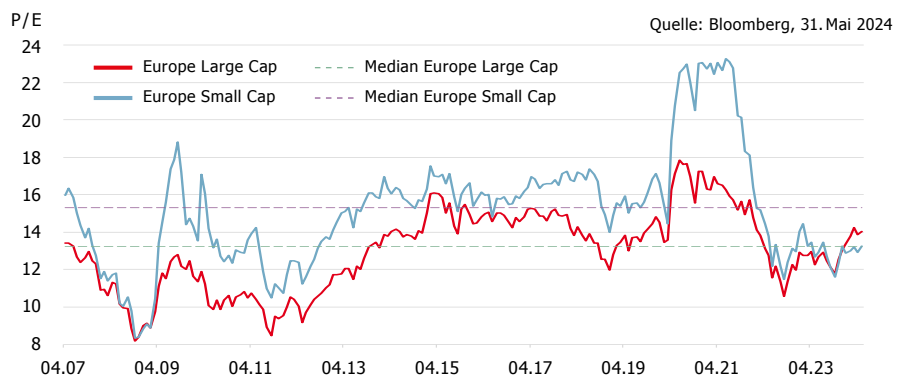
Bewertungsvorteil Europas

Als Folge der Konflikte in der Ukraine und im Nahen Osten sehen sich viele Branchen in Europa immer noch mit einer äusserst volatilen Nachfrage konfrontiert. Dies spiegelt sich in den Unternehmensbewertungen wider, insbesondere im Vergleich zum US-Markt, welcher derzeit mit einer Prämie von nahezu 50 % gegenüber Europa handelt. Auch im Vergleich mit den jeweiligen Renditen zehnjähriger Anleihen (Earnings-Yield vs. Bond-Yield) weisen die US-Small & Mid Caps kaum noch eine Prämie auf, während diejenige europäischer Small Mid Caps 4.5 % beträgt. Aber nicht nur im internationalen Vergleich sind europäische klein- und mittelkapitalisierte Aktien tief bewertet. Aufgrund ihres langfristigen Wachstumsvorteils handelten sie in den letzten rund 20 Jahren mit einem KGV-Aufschlag von ca. 15 % gegenüber den grossen Kapitalisierungen – heute notieren sie mit einem Abschlag von 6 %.

S&P P/E-Prämie ggü. Europa



Forward P/E



Innovation, Flexibilität und Fokussierung

Überzeugende Geschäftsmodelle, nachhaltige Wettbewerbsvorteile und differenzierte Produktangebote gepaart mit Innovation und Flexibilität sind wichtige Grundbausteine für den Erfolg von Nischenanbietern und ihren Aufstieg zur Marktführerschaft. Durch ihre Fokussierung erlangen sie Preissetzungsmacht, die es ihnen ermöglicht, die Rentabilität hochzuhalten. Weitere Erfolgsfaktoren sind das Erkennen langfristiger Trends (z. B. Digitalisierung, Energieeffizienz, alternde Bevölkerung), die Bereitstellung von Lösungsansätzen und die entsprechende Ausrichtung der Unternehmensstrategie. Als diversifizierende Satelliten gehören Small & Mid Caps in jedes langfristig ausgerichtete Aktienportfolio. Der Zeitpunkt für ein Engagement scheint heute für das europäische KMU-Segment bewertungsbedingt besonders günstig.

Fazit

Die wirtschaftlichen Frühindikatoren antizipieren zwar ein schwierigeres wirtschaftliches Umfeld. In der Vergan-

genheit war dies aber bei ausgewählten Small & Mid Caps kein Hindernis für die Erzielung attraktiver Renditen. Eine gedämpfte Nachfrage führt in der Regel zu einem Kapazitätsüberhang und tieferen Margen bei «durchschnittlichen» Firmen. Führende Unternehmen mit Preissetzungsmacht und Fokussierung in langfristigen Wachstumsthemen waren jedoch stets in der Lage, Mehrwert für ihre Aktionäre zu erwirtschaften. Aktuell ist dieses Potenzial gerade für europäische Small & Mid Caps – insbesondere im Vergleich zum hoch bewerteten US-Markt – sehr überzeugend.



IST Lagebeurteilung
Ausgabe Juli 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.