

Das Jahr 2021: Höhen, Tiefen und ein versöhnliches Ende

«Peak Growth» und die Angst vor der «Stagflation» hielten die Börsen im vierten Quartal in Atem. Grösser werdende Rückschläge wie in der zweiten Jahreshälfte sind Auswirkungen des langsam schwindenden Momentums der globalen Konjunktur und der geldpolitischen Normalisierung der Fed. Für 2022 werden in den USA inzwischen drei Zinserhöhungen erwartet. In Europa bleibt die Wirtschaftserholung verhalten, weshalb die Geldpolitik unverändert bleiben dürfte.

Die Wachstumsraten in den meisten Ländern sind nach wie vor ausgesprochen hoch. Obwohl die Fed mit der geldpolitischen Normalisierung gerade begonnen hat, kauft sie weiterhin Anleihen, wenn auch in geringerem Umfang als bisher. Hinsichtlich Preisumfeld mehrten sich Signale, welche für fallende Inflationsraten im Jahr 2022 sprechen. Trotz angespannter Arbeitsmärkte in vielen Ländern dürfte der Angst vor einer «Stagflation» der Nährboden teilweise entzogen worden sein. Die Aktienmärkte profitierten von den anhaltend tiefen Realrenditen, die auf historischen Tiefstständen liegen. Darüber hinaus hat China die regulatorischen Zügel nicht weiter angezogen und sogar angefangen die Geldpolitik zu lockern.

Enttäuschende Schwellenländeraktien

Der globale Aktienindex (MSCI) schloss das vierte Quartal mit einem Plus von 7.1%. Der Weg dahin war allerdings angesichts von hoher Inflation, Stagflationsängsten und der Erwartung steigender Zinsen holperig. Schwellenländeraktien tendierten weiterhin negativ und schlossen das vierte Quartal mit einem Minus von 1.6% (MSCI Emerging Markets TR Index in USD). Insbesondere die Immobilienkrise in China wirkte belastend. Für 2022 indessen hellt der Wechsel in der Geldpolitik des Reichs der Mitte den Konjunkturausblick etwas auf.

Wachstumstitel hatten wieder einmal die Nase vorne

Die Marktteilnehmer blieben ihrer

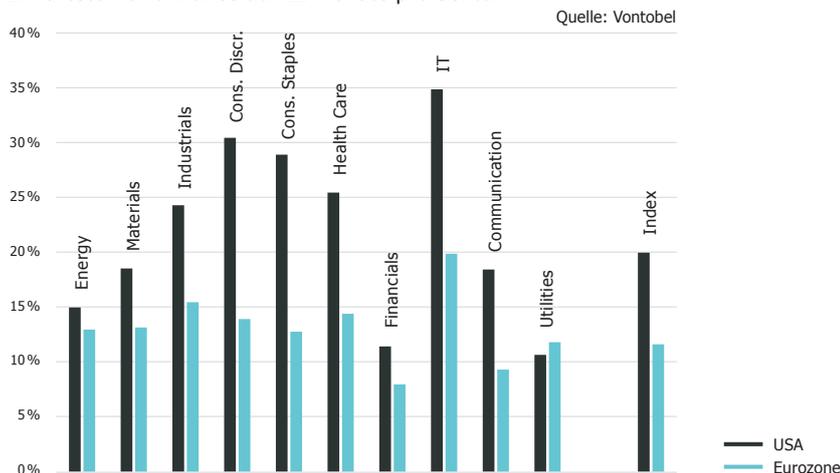
Präferenz treu und bevorzugten wachstumsstarke Unternehmen (z. B. US-Technologie) und liessen Value-Werten das Nachsehen. Nach einer deutlichen Outperformance in den ersten Wochen des vierten Quartals liess der Schwung angesichts gestiegener Risikoaversion im Zusammenhang mit den Stagflationsängsten jedoch etwas nach.

Anleihen: Das lange Ende zeigt sich unbeeindruckt

Die hohe Inflation warf ihren Schatten auf die Anleihenmärkte, dabei vor allem auf das kurze Ende. Dieses litt vornehmlich unter drei zu erwartenden Zinserhöhungen der Fed im 2022. Das lange Ende der Zinskurve hingegen blieb stabil bis leicht positiv, wozu das schwindende Konjunkturmomentum und die weiterhin expansive Geldpolitik in den USA und in der Eurozone beitrugen. Die Renditeeinbussen zeigten sich sowohl bei den Staatsanleihen als auch bei den Corporates. Hier wirkten sich die deutlich strikteren COVID-Massnahmen, vor allem in Europa, belastend aus. Sichtbar war dies am schlechteren Abschneiden deutscher Unternehmensanleihen gegenüber ihren US-Pendants im BBB-Bonitätssegment (-0.5% vs. +0.1%).

Fast alle US-Sektoren sind profitabler

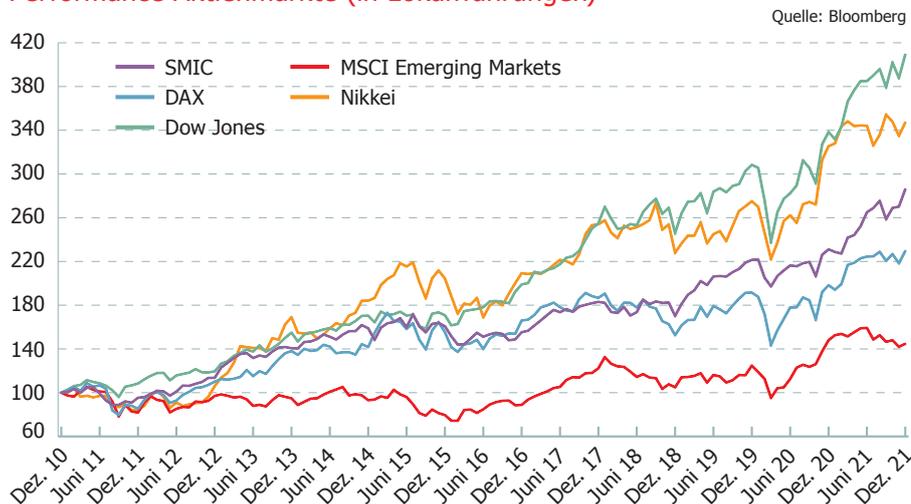
Erwartete Performance auf 12 Monate pro Sektor



USD als Nutzniesser höherer Zinsen

Höhere Zinserwartungen und steigende Differenzen am kurzen Ende trieben den USD gegenüber den Hauptwährungen nach oben. Lediglich der CHF bildete mit einer 1.5%igen Aufwertung gegenüber der US-Währung eine Ausnahme. Die COVID-Krise in Europa und rekordtiefe globale Realrenditen verstärkten die Zuflüsse in den CHF als sicherer Hafen und liessen den EUR – trotz Interventionen der SNB – erstmals seit 2015 wieder unter die Marke von 1.04 abrutschen. Angesichts des konjunkturu-

Performance Aktienmärkte (in Lokalwährungen)



rellen Umfelds hatten auch Schwellenländer gegenüber dem USD einen schweren Stand. Gemessen am JP Morgen (GBI-EM) büsstten sie knapp 3 % gegenüber dem CHF ein.

Energierohstoffe geben Gewinne ab

Die Notierungen von Öl und Gas gaben im 4. Quartal 2021 durch die Freigabe von strategischen Ölreserven in den USA, der Produktionssteigerung der OPEC sowie der Wiederinbetriebnahme von Kohlebergwerken in China deutlich nach (Erdöl der Sorte Brent: -4.5 %, Erdgas: -33 %). Edelmetalle wie beispielsweise Gold zählten im 2021 zu den klaren Rohstoffverlierern (-1 %). Dennoch war für die meisten Rohstoffe im Gesamtjahr 2021 eine substantielle Verteuerung zu beobachten.

Makro-Highlights

Quelle: Vontobel

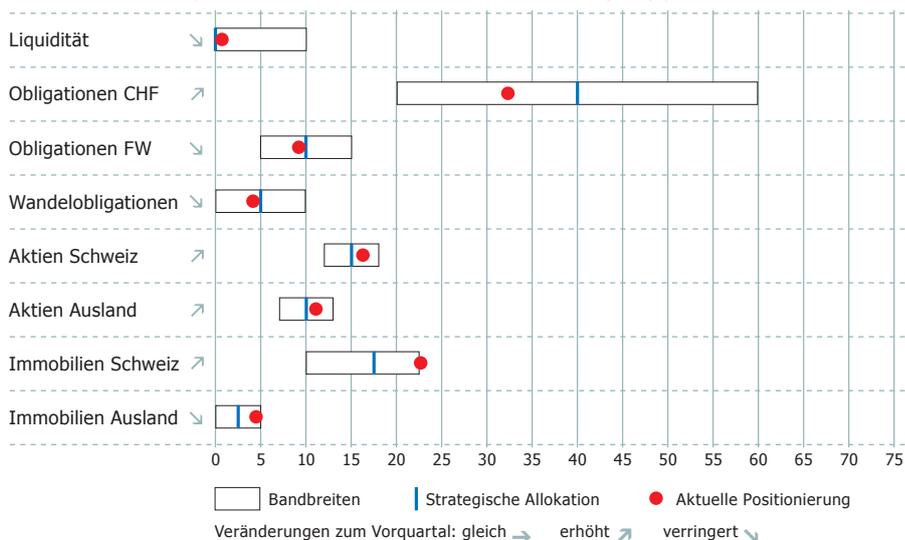
	WACHSTUM	INFLATION	ZENTRALBANK
USA	2022 mit realem BIP-Wachstum von 4.0 % erwartet; Normalisierung der Konjunktur im 2022 nach sehr starkem 2021.	Deutlich über den Erwartungen, sehr hoch bis mindestens Q2/2022	Fed hat eine Drosselung ihrer Geldpolitik begonnen; Ende des QE per Ende Q1/2022, anschliessend erste Zinserhöhung
EU	Fortsetzung der Konjunkturerholung im Q4/2021; teilweise Wachstumverschiebung in Q2 bzw. Q3/2022 wegen Corona-Einschränkungen, Energieengpässen und gestörten Lieferketten	bis Q4/2022 anhaltend über 2 %, Hauptgrund sind Angebotsengpässe und Auswirkungen der Wiederöffnung	Stabile Zinsen im 2022, Drosselung der monatl. Anleihenkäufe von EUR 80 Mrd. (Q4/2021) auf 20 Mrd. (Q4/2022)
CH	Solide Erholung und langsame Annäherung an Vorkrisenniveau; teilweise Verschiebung des Wachstums in H1/2022 wegen Energieengpässen und gestörten Lieferketten	Basis- und Wiederöffnungseffekte schwächer; Inflation Mitte 2022 unter 1 % erwartet	stabile Zinsen im 2022; SNB interveniert bei erheblichem Erstarren des CHF
CHN	BIP-Zuwachs sinkt auf 5.5 % im 2022 hauptsächlich wegen Lock-downs und Rezession am Markt für Wohnimmobilien	moderate Inflation erwartet, durchschnittlich 1.7 % für 2022	PBoC mit erster Lockerung der Geldpolitik; weitere Zinssenkungen zu erwarten
JPN	Covid-19, schwache Auslandsnachfrage und Lieferengpässe belastend im Q3; neues Konjunkturpaket und Exporterholung zu erwarten	Energie als Inflationstreiber, Teuerung jedoch noch unter Ziel der BoJ (2 %)	BoJ weiter expansiv, allerdings Reduktion der Covid-19-Unterstützungen

Steigende Zinsen und volatile Aktienmärkte beeinflussen Allokation

Torschlusspanik treibt Aktienmärkte

Ende November erlitten die globalen Aktienmärkte einen schweren Schock, da die Entdeckung der Omikron-Variante des Coronavirus erneute Bedenken an den Finanzmärkten schürte. So verbuchte der breitgefasste MSCI World Index gemessen in CHF in wenigen Tagen einen Kurseinbruch von über 6%. Europäische Aktien verzeichneten gar einen Rückgang von knapp 10% in CHF. Als sich dann aber abzeichnete, dass die neue Virusvariante zwar sehr ansteckend ist, jedoch weniger schwere Krankheitsverläufe nach sich zieht, erholten sich die Märkte gegen Ende 2021 rasch wieder. So beendeten die meisten Aktienmärkte mit Ausnahme der Emerging Markets auch das 4. Quartal trotz vorübergehenden Turbulenzen mit einem positiven Vorzeichen. Für das Gesamtjahr 2021 schneiden die Aktienmärkte damit so gut ab, wie es angesichts der globalen Verwerfungen infolge der Pandemie kaum jemand zu hoffen gewagt hätte. Die Angst, Kursgewinne zu verpassen, trieb die Aktienmärkte nach jeder Korrektur immer wieder an. Der MSCI World Index legte gemessen in CHF um 25.7% zu. Man muss bis ins Jahr 2005 zurückblicken, um eine noch höhere Rendite zu finden. Übertroffen wurde dieses Resultat von der Performance für den US-amerikanischen S&P 500 Index (+ 32.5%) und für die Technologiebörse NASDAQ (+ 31.3%). Auch die Schweiz kann sich mit einem Kursanstieg von 23.4% im SPI Index sehen lassen.

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



Enttäuschend hingegen war infolge der politischen Unwägbarkeiten in China die Entwicklung für die Schwellenländer, welche das Gesamtjahr 2021 praktisch unverändert beendeten (+ 0.4% in USD).

Das neue Jahr dürfte anspruchsvoller werden

Wie bereits in unserer Lagebeurteilung von Ende September dargelegt, erachten wir es nach wie vor als angebracht, das Aktienmarktrisiko nicht zu erhöhen und die Positionierung insgesamt auf neutral zu belassen. Neben einer schwächeren Konjunktur dürfte die Inflation im laufenden Jahr ein Sorgenkind bleiben. Die jüngsten Zahlen zeigen, dass es sich nicht um ein temporäres Phänomen handelt. Die Zentralbanken sind daher gefordert,

weshalb insgesamt eine restriktivere Geldpolitik erwartet wird. Dies dürfte jeweils im Vorfeld von entsprechenden Ankündigungen zu erhöhter Volatilität an den Märkten führen. Was die Gewinnerwartungen der Unternehmen angeht, so ist nach einem prognostizierten Gewinnplus von rund 30% für 2021 von einer Normalisierung auszugehen. Realistisch sind noch Steigerungsraten von bis zu 7%. Auf den Aktienmarkt übertragen spricht dieses verhalten optimistische Umfeld für ein «normaleres» Aktienjahr mit einstelligen Renditen. Was den Aktienmarkt im Quervergleich mit anderen Anlageklassen nicht unattraktiv erscheinen lässt, sind hohe Dividendenausschüttungen und erhebliche Aktienrückkäufe. Wir behalten unsere leichte Übergewichtung von US-Aktien bei. Demgegenüber stufen wir Aktien aus der Eurozone eher negativ ein, jene aus der Schweiz, Japan und den Emerging Markets neutral. Innerhalb unseres Aktienengagements mischen wir auch defensivere Value-Titel bei, welche aufgrund ihrer überdurchschnittlichen Dividendenrenditen einen gewissen Schutz in einem Umfeld restriktiverer Geldpolitik bieten.

Performanceübersicht MIXTA OPTIMA per Ende Dezember 2021

Kategorie I, netto, nach Kosten

	YTD	2021	3 Jahre*	5 Jahre*	10 Jahre*
MIXTA OPTIMA 15**	3.33%	3.33%	4.51%	3.31%	3.59%
MIXTA OPTIMA 25	7.09%	7.09%	6.44%	4.75%	5.05%
MIXTA OPTIMA 35	8.90%	8.90%	7.52%	5.48%	5.65%
Pictet BVG 25 (2000)	3.47%	3.47%	4.92%	3.65%	4.26%

*annualisiert **Kategorie II

Wirtschaftsumfeld stabilisiert sich, Obligationenmärkte vor weiteren Herausforderungen

Die Fixed-Income-Märkte erlebten in den vergangenen 12 Monaten eine Berg-und-Tal-Fahrt. Die angestrebten Inflationsziele wurden teilweise in stärkerem Ausmass als erwartet überschritten. Die Nominalrenditen zogen in diesem Umfeld ebenfalls an, allerdings weniger ausgeprägt als die Inflationsraten. Vor dem Hintergrund negativer Realrenditen erzielten High-Yield-Anleihen die solidesten Resultate. Die Zentralbanken erwarten für das Jahr 2022 eine sinkende Teuerung. Die Finanzierungsbedingungen dürften günstig bleiben und Anleihen trotz schwindender geldpolitischer Unterstützung eine gewisse Stabilität verleihen.

Kurz vor dem Jahresende verzeichnen High-Yield-Anleihen für 2021 die höchsten Renditen im Fixed-Income-Bereich, während Staats- und EM-Unternehmensanleihen mit einem Minus schliessen dürften (vgl. Grafik). Gemessen am ICE BofAML Move-Index, einem Gradmesser für den Volatilitätszustand der Obligationenmärkte, herrscht am Kapitalmarkt Nervosität. Ein Grund dafür sind sicherlich die zu Ende gehenden Stabilitätsprogramme (u. a. Wertpapierkäufe) der Zentralbanken und die bevorstehenden Leitzinserhöhungen in den USA. Diesbezüglich besteht hinsichtlich Zeitpunkt weiterhin Ungewissheit, weil die Inflation die Fed zu einer vorzeitigen Straffung ihrer geldpolitischen Zügel veranlassen könnte. Unsere eher

negativen Erwartungen gegenüber den Obligationenmärkten behalten wir vor diesem Hintergrund bei.

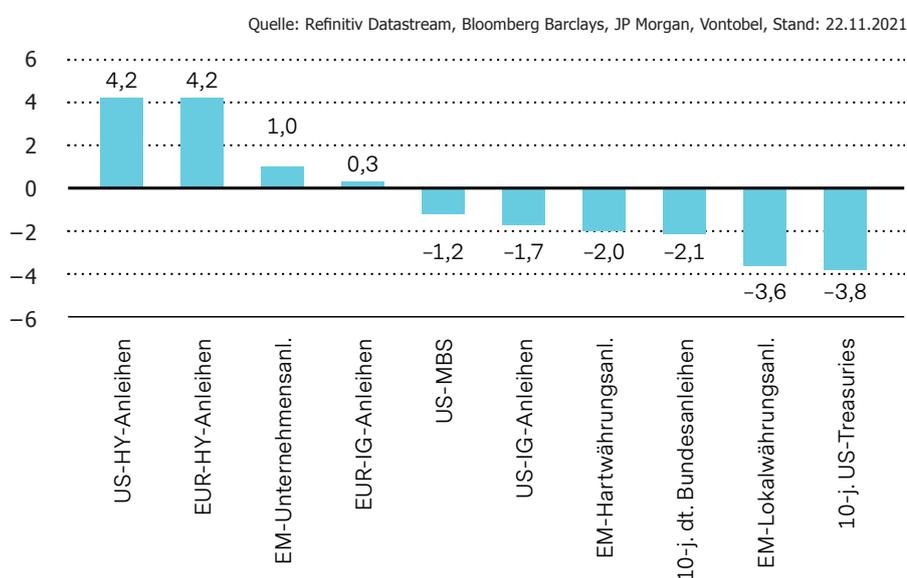
Realrenditen für 2022 weiterhin tief

Auch das aktuelle Jahr dürfte für Anleihen schwierig bleiben. Die realen Renditen von Unternehmensanleihen sollten zwar angesichts langsam sinkender Rekordinflationserwartungen etwas höher ausfallen. Allerdings ist davon auszugehen, dass sich die Rendite-Spreads 2022 angesichts des derzeit sehr engen Niveaus und der hohen Bewertungen leicht ausweiten. Für 10-jährige US-Staatsanleihen erwarten wir Renditen von 1.7% bzw. 1.9% auf drei bzw. 12 Monate. Die Straffung der Zinszügel dürfte in einigen Industrieländern zunächst

verhalten sein, sodass mit einer leichten Abflachung die Renditekurven zu rechnen ist. Weil einige Marktakteure bereits einen stärkeren Anstieg vorwegnehmen, dürften die Obligationenmärkte einem verhaltenen Zinsanstieg relativ gut widerstehen. Die US-Notenbank steht allerdings für 2022 vor einer holperigen Fahrt. Entscheidend werden hier die jeweiligen Kommentare der Währungshüter sein, denn eine Zinserhöhung kann je nachdem, wie der Markt sie interpretiert stark abweichende Reaktionen auslösen. Diesbezüglich dürfte die Ernennung von Jerome Powell für eine zweite Amtszeit als Fed-Chef zu einer gewissen Stabilität und Beruhigung beitragen.

High-Yield- und EM-Unternehmensanleihen mit höchsten Renditen 2021

Gesamtrendite in Lokalwährung, in %



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.