

US-Notenbank im Zinserhöhungsmodus belastet die Märkte

Auch im abgelaufenen Quartal blieb sich die FED treu und hielt an ihrer geldpolitischen Straffung fest. Sie signalisierte darüber hinaus ein höheres Zinsniveau für längere Zeit. Weitere Anhebungen – auch für 2023 – scheinen nicht ausgeschlossen. Trotz Erfolgen bei der Inflationsbekämpfung ist nach wie vor Vorsicht bezüglich der Teuerung angebracht. Der Arbeitsmarkt ist weiterhin robust und die widerstandsfähige US-Konjunktur verzeichnete gemäss FED Wachstumsraten von geschätzten 5–6 % im August und September.

Die US-Notenbank bekräftigte ihren eingeschlagenen Weg und überraschte mit diesen Aussagen die Märkte. Für die kommenden beiden Jahre wurden die Zinserwartungen daraufhin markant revidiert. Für 2024 gehen die Marktteilnehmer inzwischen von nur noch zwei Zinssenkungen aus, was zu einem deutlichen Renditeanstieg und einem festeren USD führte. Die Anleihemärkte reagierten, von wenigen Ausnahmen in den Schwellenländern abgesehen, prompt und tendierten schwächer. Die globalen Aktienmärkte gaben gemessen am MSCI ACWI TR ebenfalls nach und fielen im 3. Quartal um 1.3 %

(in CHF). Die Angebotsverknappung der OPEC+ liess zwar den Ölpreis ansteigen, was ein Nachgeben der Rohstoffmärkte aber nur etwas abfederte.

Rückenwind für Value-Aktien

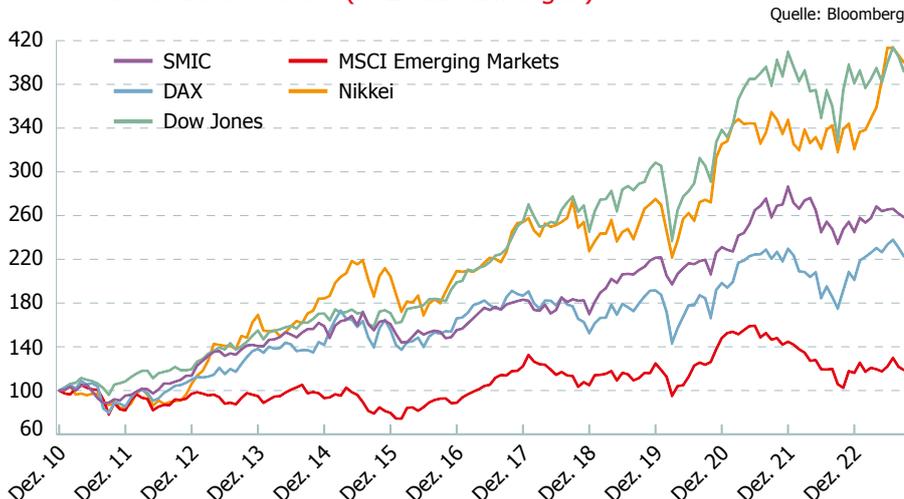
Die Korrektur an den globalen Aktienmärkten radierte die bis dahin im 3. Quartal erzielten Zuwächse vollständig aus, was insbesondere auf die revidierten Zinserwartungen für die nächsten beiden Jahre zurückzuführen sein dürfte. Für die europäischen Länder fiel das Minus gemessen am EuroStoxx 50 mit –5.8 % in CHF noch schlechter aus. Während die US-Kon-

junktur erstarke, schwächte sich das Momentum in Europa ab. Das Bild an den Aktienmärkten in den Schwellenländern (alle in CHF umgerechnet) war mit einem Minus von 1.6 % auch nicht viel rosiger. Grössere Schwächen zeigte Lateinamerika mit Mexiko (–4.3 %) als Schlusslicht in der Region. In Osteuropa war das Bild gemischt. Die um rund 70 Bp gestiegenen Renditen im Segment 10-jähriger US-Anleihen zeigte auch Auswirkungen bei den Anlagestilen. Basierend auf dem MSCI World-Indexuniversum genossen Value-Titel Rückenwind und erzielten eine Outperformance von gut 3 % gegenüber Wachstumswerten. Auf Sektorebene (alle in CHF umgerechnet) legten Energietitel mit +12.8 % deutlich zu. Kommunikation (+3.5 %) und Finanzwerte (+0.9 %) erzielten ein geringes Plus, IT (–4.2 %), langlebige Konsumgüter (–4.8 %) und Versorger (–7.9 %) gaben hingegen deutlich nach.

Anleihen hatten zu kämpfen

Angesichts der Konjunkturdaten aus den USA und einer Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft wurden die Rezessionsrisiken als geringer eingeschätzt. Dies führte zu steigenden Zins- und damit Renditeerwartungen am langen Ende. Die Märkte für Staatsanleihen reagierten «verschnupft» (USA –3.1 %, Japan –2.9 %). In Japan sorgte darüber hinaus die gelockerte Kontrolle der Zinskurve für zusätzlichen Gegenwind. Der Sturm machte auch keinen Halt vor den Schwellenländern. Anleihen in Hartwährungen (–4.7 % in USD) gaben ebenso nach wie diejenigen in Lokalwährungen (–0.9 % in CHF). Auch der erstarkende USD belastete.

Performance Aktienmärkte (in Lokalwährungen)



Unternehmensanleihen in den USA schwächten sich mit einem Minus von 3.6% deutlich stärker ab als ihre europäischen Pendanten (+0.4%). Vor allem Anleihen höherer Qualität trugen zur Underperformance bei. Lediglich Anleihen mit tieferem Rating (Global High Yield) konnten eine positive Performance verzeichnen (+0.5% hedged in USD).

USD im Aufwind

Die Stärke des USD war das bestimmende Thema im abgelaufenen Quartal. Positive US-Konjunkturdaten und die Zinsdifferenz zugunsten des USD liessen die US-Währung gegenüber dem CHF aufwerten (+2.2%). Zu erwähnen ist die Schwäche des GBP (-1.8%) gegenüber dem CHF angesichts aufkommender Rezessionsängste in Grossbritannien. Währungen der Schwellenländer gaben von wenigen Ausnahmen abgesehen gegenüber dem CHF nach.

Anhaltende Rohstoffschwäche

Im dritten Quartal setzte sich der negative Trend an den Rohstoffmärkten fort, insbesondere die Agrargüter verloren kräftig. Auch der Anstieg des Ölpreises (Brent +27% in USD), der von einer sich stabilisierenden chinesischen Konjunktur sowie Produktionskürzungen durch die OPEC+ verursacht wurde, konnte die Talfahrt der Rohstoffmärkte nicht bremsen. Der Goldpreis gab nach und korrigierte um -3.7% (in USD) angesichts kontinuierlich ansteigender Realrenditen.

Teure Energie als Wachstumsbremse?

Die Auswirkungen anhaltend hoher Energiepreise auf Inflation und Wirtschaftswachstum sind unklar. Wir gehen davon aus, dass die Notenbanken sich vorerst auf die Kerninflation konzentrieren und sich von temporär höheren Energiepreisen

nicht zu Zinsschritten motivieren lassen. Das Wirtschaftswachstum dürfte insgesamt schwach und regional unterschiedlich stark ausfallen. Die USA scheinen der Klassenprimus zu bleiben, China kämpft mit schwacher Inlandsnachfrage und einem problematischen Immobiliensektor und die Eurozone befindet sich im Abschwung. Eine Rezession scheint unvermeidlich und der Optimismus seitens der Märkte nicht gerechtfertigt.

Makro-Highlights

Wachstum	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.0	0.8
USA	2.1	2.1
Euroraum	3.5	0.5
China	3.0	5.0

Arbeitslosenrate	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.2	2.1
USA	3.6	3.7
Euroraum	5.3	5.6
China	8.2	7.9

Inflation	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.9	2.2
USA	8.0	4.2
Euroraum	8.4	5.6
China	2.0	0.6

Leitzinsen	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	1.25	1.65
USA	4.50	5.55
Euroraum	2.50	4.40

Quelle: Bloomberg; Konsenschätzungen per 30.9.2023; alle Angaben in %

Geldpolitik der Zentralbanken auf Messers Schneide

Die restriktive Geldpolitik setzte sich auch im 3. Quartal fort. Die FED erhöhte den Leitzins Ende Juli um weitere 25 Bp auf 5.5%, den höchsten Stand seit 22 Jahren. Die EZB ihrerseits nahm zwei Zinsschritte von insgesamt 50 Bp auf 4.5% vor. In Anbetracht der hohen Staatsverschuldung Südeuropas und des stark eingetrübten Geschäftsklimas in Deutschland (ifo-Index auf Rezessionskurs) könnte mit diesem Schritt die Konjunktur abgewürgt werden. In der Schweiz liegt der Leitzins unverändert bei 1.75%. Die im internationalen Vergleich tiefe Inflation verschafft den Währungshütern hierzulande einigen Spielraum.

Anleihenrenditen steigen – aber nicht in der Schweiz

Das internationale Zinsgefüge klapft zunehmend auseinander. Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen stiegen per Quartalsende infolge resilienter Konjunkturdaten auf ein neues Jahreshoch von 4.6%, während sie hierzulande auf tiefen 1.1% blieben. Am kurzen Ende der Zinskurve ist die Diskrepanz aufgrund der inversen USD-Zinskurve noch grösser geworden. Die Hedging-Kosten von US-Anleihen betragen mittlerweile gut 4%. Die internationale Diversifikation mit Währungsabsicherung brachte im laufenden Jahr aus Sicht eines CHF-Anlegers keinen Mehrwert. Aufgrund der flachen CHF-Zinskurve spricht wenig für das Eingehen von Durationsrisiken. Wir bevorzugen das kürzere bis mittlere Laufzeitensegment und halten in unseren Mixta Optima die Duration leicht untergewichtet.

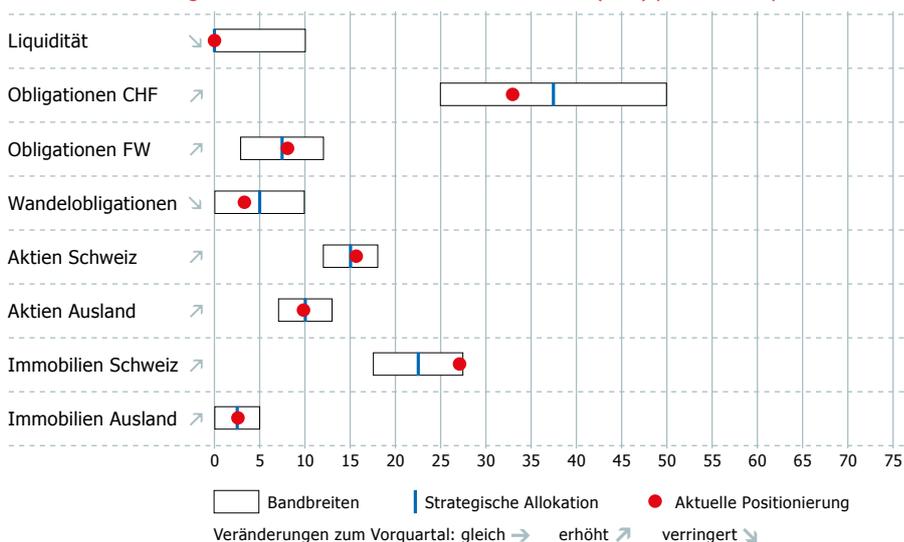
Performanceübersicht MIXTA OPTIMA per Ende September 2023

Kategorie I, netto, nach Kosten

	YTD	2022	3 Jahre*	5 Jahre*	10 Jahre*
MIXTA OPTIMA 15**	1.68%	-9.72%	-0.90%	0.68%	2.00%
MIXTA OPTIMA 25	1.67%	-9.84%	0.46%	1.46%	3.00%
MIXTA OPTIMA 35	1.98%	-11.24%	0.83%	1.63%	3.23%
Pictet BVG 25 (2000)	3.74%	-14.16%	-1.88%	0.21%	1.96%

*annualisiert **Kategorie II

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



Rezessionsängste und KI-Boom spalten Aktienmärkte

Die meisten Aktienmärkte haben im 3. Quartal leicht konsolidiert, nachdem die Notenbanken eine länger anhaltende, restriktive Geldpolitik in Aussicht stellten. Mit diesem geldpolitischen Schritt nehmen sie eine Wirtschaftsabkühlung oder gar Rezession in Kauf. Gerade konjunktursensitive Small Caps und Industriewerte wurden besonders beeinträchtigt. Grosse Begeisterung herrscht weiterhin bezüglich künstlicher Intelligenz (KI). Der US-Aktienmarkt tendierte weiter aufwärts, beflügelt von wenigen Technologie-Schergewichten («Magnificent 7»), die zu über 80% der diesjährigen Performance des S&P 500 Index beitrugen. Die langfristig eingepreisten Wachstums- und Gewinnprognosen dieser breit abgestützten

und vielversprechenden Unternehmen scheinen in einem sich abschwächenden Konjunkturmilieu ambitioniert. Wir bevorzugen defensivere Segmente, wie Low-Vol oder Small Caps als Beimischung. Insgesamt bleiben wir für Aktien neutral gewichtet.

Zunehmende Segmentierung von Immobilienanlagen

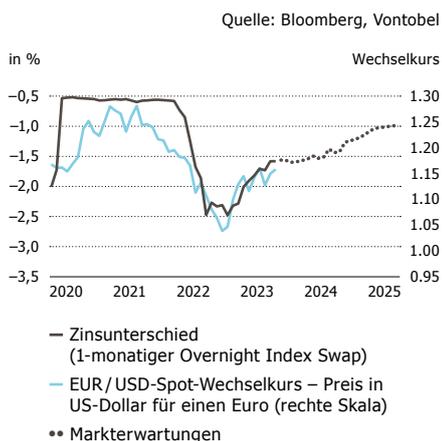
Das heterogene Zinsumfeld führt auch bei Immobilienanlagen zu erheblichen, regionalen Renditeabweichungen. Die ausländischen Immobilienpreise dürften aufgrund der gestiegenen Zinsen auch im 3. Quartal weiter unter Druck geraten sein. In der Schweiz blieben das Preisgefüge mehrheitlich stabil und die Nachfrage nach Wohnimmobilien robust. Allerdings ist auch hierzulande Selektivität gefragt, da nachhaltige Cashflow-Renditen stärker im Fokus stehen. Wir favorisieren NAV-basierte Schweizer Immobilien mit möglichst geringem Fremdkapital und bleiben für diese Anlageklasse übergewichtet. Aufgrund der historisch tiefen Agios für kotierte Schweizer Immobilienanlagen sind einzelne Bewertungen attraktiv geworden, weshalb wir in diesem Segment punktuell Zukäufe getätigt haben.

Quo vadis US-Dollar? Nächster Schwächeanfall absehbar?

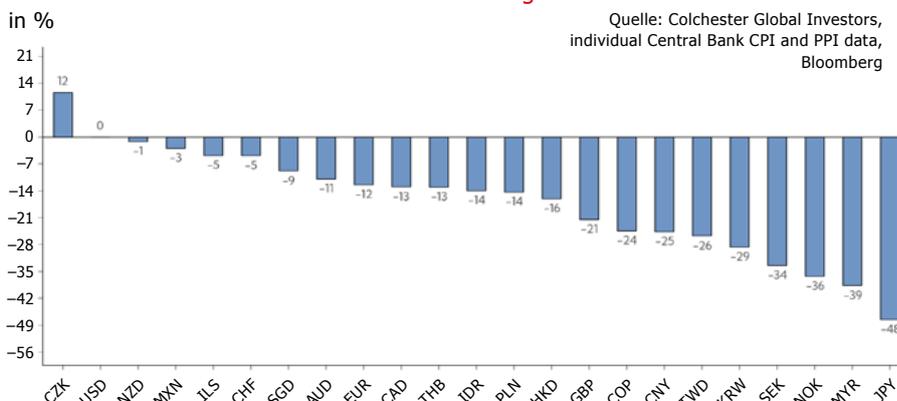
Die amerikanische Währung profitierte in den Sommermonaten von hohen US-Zinsen und der anhaltend kräftigen Wirtschaftsentwicklung. Gegen eine anhaltende Stärke sprechen jedoch gewichtige Faktoren: der Leitzins in den USA dürfte demnächst seinen Höchststand erreicht haben und die Konjunkturaussichten trüben sich nun spürbar ein. Beides wird im weiteren Jahresverlauf auf dem USD lasten.

Die US-Wirtschaft wurde von einem starken post-pandemischen Konsum getrieben, was die Inflation anheizte und zu einer restriktiven Geldpolitik führte. Die deutliche Zinsdifferenz zu anderen grossen Wirtschaftsräumen hat den USD in den letzten zwei Jahren erstarren lassen (Grafik 1). Diese Effekte schwächen sich nun zusehends ab. Die Ersparnisse vieler US-Konsumenten sind mittlerweile aufgebraucht und die gemeldeten Verzugsraten von Kreditkartenunternehmen befinden sich auf einem 10-Jahreshoch. Damit sollte sich der Impuls des Privatkonsums auf die US-Wirtschaft spürbar abschwächen. Der USD dürfte letztendlich darunter leiden. Des Weiteren belasten die Zinsschritte in der Eurozone. Nachdem die europäischen Währungshüter die Leitzinsen zuletzt stärker erhöht haben als die FED, erhält der USD auch weniger Rückenwind von den Zinsunterschieden als im vergangenen Jahr.

Grafik 2: Zinsunterschied USA – Eurozone stützt Aufwärtstrend des Euro weiterhin



Grafik 1: Reale Wechselkurse versus USD – August 2023



Angesichts der Fortschritte bei der Inflationseindämmung in den USA sind wir der Ansicht, dass der Zinsgipfel in den USA vor demjenigen in der Eurozone erreicht wird. Eine frühere Zinssenkung als seitens der EZB scheint damit wahrscheinlich. Trotz schwacher Konjunkturdaten im Euroraum wurden die Zinsen am 14.09.2023 sogar um weitere 25 Basispunkte erhöht. Die aus diesem Schritt resultierende geringere Zinsdifferenz dürfte den EUR gegenüber dem USD tendenziell beflügeln (Grafik 2).

China verunsichert

Im Gegensatz zu früheren Zeiten, in denen die Anleger «nur» den Zenit der Inflation im eigenen Währungsraum erkennen mussten, lasten heutzutage infolge der globalisierten Wirtschaft auch andere gewichtige Faktoren auf den Devisen. Insbesondere China und die dortigen Konjunkturaussichten für die kommenden Monaten sind Besorgnis erregend. Eine Abschwächung des chinesischen Wirtschaftsgangs dürfte auch hierzulande negative Auswirkungen auf die Märkte haben und die Risikoaversion der Anleger ansteigen lassen. Sollten gewichtige Wirtschaftsräume wie die USA, China oder Europa nächstes Jahr tatsächlich in eine Rezession schlittern, so werden sichere Währungshäfen wie der CHF, wieder begünstigt. In einem rezessiven Konjunkturmilieu rückt der Sicherheitsgedanke jeweils stärker in den Vordergrund, weshalb die dann noch vorhandenen Zinsdifferenzen eine

untergeordnete Rolle spielen. Die gegenwärtige Stärke der US-Währung erachten wir demnach als vorübergehend und gehen von einer erneuten Abschwächung zu Beginn des Jahres 2024 aus.



IST Lagebeurteilung
Ausgabe Oktober 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 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.