

Rückläufige Inflation und Zinsen – schwächerer USD

Das Jahr 2023 überraschte in Sachen Geldpolitik und Konjunktur. Unterstützt durch anhaltende Fiskalausgaben und sinkende Inflationsraten blieb eine Rezession ungeachtet der massiv höheren Leitzinsen aus. Die globale Wirtschaft entwickelte sich besser als erwartet. Ebenso überraschend war für viele Marktteilnehmer der stärker als erwartete Rückgang der Inflation.

Die Finanzmärkte vollzogen nach der starken Konsolidierung im Vorjahr eine eindrucksvolle Kehrtwende. Dies kulminierte in einer von Euphorie begleiteten Jahresend-Rallye, nachdem die US-Notenbank (FED) für 2024 tiefere Leitzinsen in Aussicht gestellt hat. Eine expansivere Geldpolitik scheint nötig angesichts eines schrumpfenden Fiskalstimulus und des steigenden (Re)finanzierungsbedarfs von Staat und Konsumenten. Dies dürfte allerdings nur auf Kosten eines schwächeren USD gelingen.

Obligationen wieder gesucht

Die Anleihenmärkte haben im 4. Quartal 2023 die zukünftigen Zinssenkungen der Notenbanken teilweise vorweggenommen und stiegen kräftig

(Bloomberg Global Aggregate Index hedged in CHF: 4.7%). US-Staatspapiere verzeichneten im November sogar die stärkste Rallye seit über 30 Jahren. Unternehmensanleihen entwickelten sich ebenfalls erfreulich (Bloomberg Global Aggregate Corporate Index hedged in CHF: 6.2%) und profitierten von ihrer längeren Duration, wie auch von den rückläufigen Kreditrisikoprämien. Auch Obligationen aus den Schwellenländern waren gesucht. Sowohl Lokalwährungsanleihen (8.1% in USD) als auch Hartwährungsanleihen (9.1%) legten deutlich zu. Der schwache USD liess die Kursgewinne aus Sicht eines CHF-Anlegers jedoch schmelzen. Insgesamt war 2023 ein gutes Obligationenjahr. Dies trifft

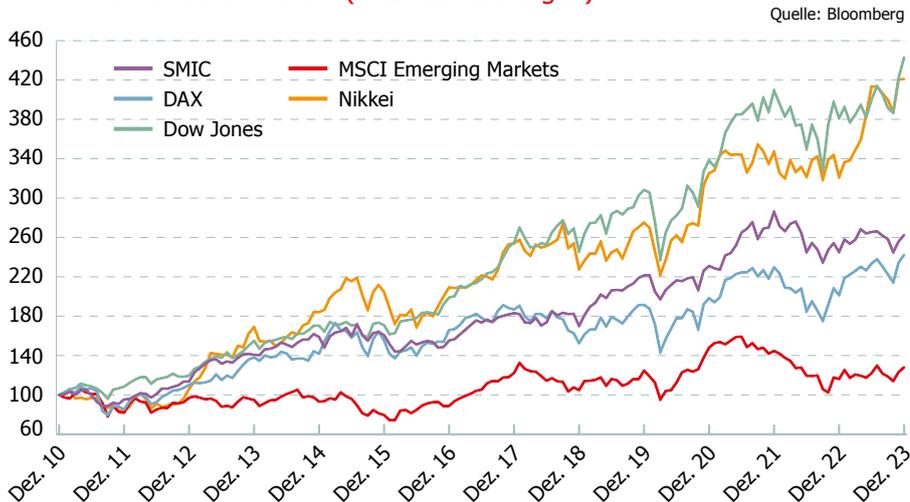
insbesondere für CHF-Anleihen zu: Der SBI AAA-BBB Bond Index gehörte mit plus 7.4% zu den besten Anleihenmärkten aus Sicht eines CHF-Investors. Aus ihrer Perspektive zahlte sich die Diversifikation in Fremdwährungsobligationen nicht aus.

Wachstumswerte wieder en vogue

Die globalen Aktienmärkte (MSCI World All Countries in CHF) konnten im letzten Quartal zulegen und die Jahresperformance auf 11.8% ausweiten. Schwellenländeraktien gerieten mit einem enttäuschenden Zuwachs von 0.4% für das Gesamtjahr 2023 einmal mehr ins Hintertreffen. Dies ist hauptsächlich auf die schwache Entwicklung des Index-Schwergewichts China (-21.1% in CHF) zurückzuführen.

Der Schweizer Aktienmarkt konnte trotz eines Plus von 6.1% (SPI) nicht allzu sehr überzeugen. Innerhalb der Industrieländer profitierten die US-Märkte (S&P 500: 13.1% in CHF) vom Rückenwind der grosskapitalisierten Technologiefirmen. Letztere befeuerten auch die US-Technologiebörse NASDAQ, die mit einem Zuwachs von 41.2% auf ein Allzeithoch stieg. Die konkreter werdende Botschaft der FED bezüglich sinkenden Zinsen versetzte die Anleger insgesamt in Kauflaune. Besonders die im Jahresverlauf zurückgebliebenen Small Caps waren gegen Jahresende stark gesucht. Für das Gesamtjahr blieben diese jedoch deutlich hinter den grosskapitalisierten Werten zurück (MSCI World Small Caps: 5.9%, MSCI World: 13.3%; in CHF). Die mit Abstand grössten Gewinner waren die Wachstumswerte. Für das Gesamtjahr verzeichneten Technologieaktien einen

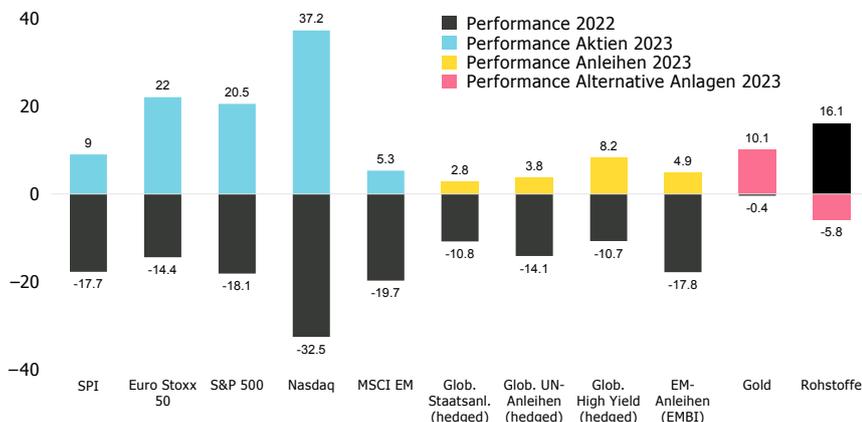
Performance Aktienmärkte (in Lokalwährungen)



Die 2023-Performance als das Gegenstück der 2022-Performance

Quelle: LSEG, Vontobel, Dezember 2023

Starke Rallye an den Aktienmärkten, positive Renditen für Anleihen & Gold, ein paar Verluste im Rohstoffbereich



Anmerkung: Total-Return-Performance in USD per 27. November 2023.

massiven Kursgewinn von 39.9%, gefolgt von Industrietiteln (12.7%). Der Energiesektor landete mit -5.8% auf dem letzten Platz (MSCI-Sektoren, alle in CHF).

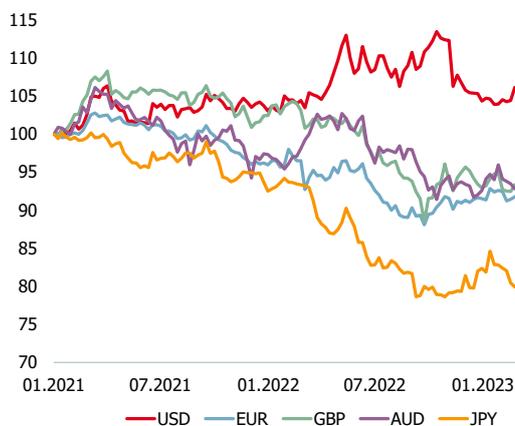
JPY stark unter Druck

An den Devisenmärkten war im 4. Quartal Unruhe zu beobachten. Die Aussicht auf tiefere Leitzinsen liess den USD ab November stark einbrechen. Gegenüber dem CHF verlor die US-Währung im Schlussquartal massiv an Wert (-8.1%). Über das Gesamtjahr hinweg erwies sich der JPY jedoch als der grosse Verlierer und schwächte sich gegenüber allen G10-Währungen deutlich ab – zum CHF verlor er sogar zweistellig mit -15.4%. Der CHF verteuerte sich weiter und wertete gegenüber allen G10-Währungen auf. Verantwortlich dafür sind allerdings weniger Fundamentaldaten als Devisentransaktionen der SNB. Die Schweizer Nationalbank kommuniziert dazu zwar spärlich, der starke Rückgang der SNB-Bilanz lässt jedoch vermuten, dass die SNB der strukturellen Bilanzkürzung momentan eine höhere Priorität beimisst als der Stabilität des CHF. Bei den Edelmetallen konnte im Jahr 2023 lediglich Gold zulegen und verteuerte sich zum CHF um 2.9%, allerdings bei sehr hohen Kursschwankungen.

Entwicklung Fremdwährungen vs. CHF

Quelle: Bloomberg; Daten per 31.12.2023

Währungsentwicklung letzte 3 Jahre vs. CHF



YTD vs. CHF



Makro-Highlights

Wachstum	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	0.8	1.1
USA	2.4	1.3
Euroraum	0.5	0.6
China	5.2	4.5

Arbeitslosenrate	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	2.0	2.2
USA	3.6	4.2
Euroraum	5.7	6.0
China	7.7	7.7

Inflation	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	2.2	1.5
USA	4.1	2.6
Euroraum	5.5	2.5
China	0.4	1.4

Leitzinsen	2023	2024 (Prognosen)
Schweiz	1.00	1.55
USA	5.50	4.30
Euroraum	4.50	3.70

Quelle: Bloomberg; Konsenschätzungen per 31.12.2023; alle Angaben in %

2023 im Zeichen der Divergenz

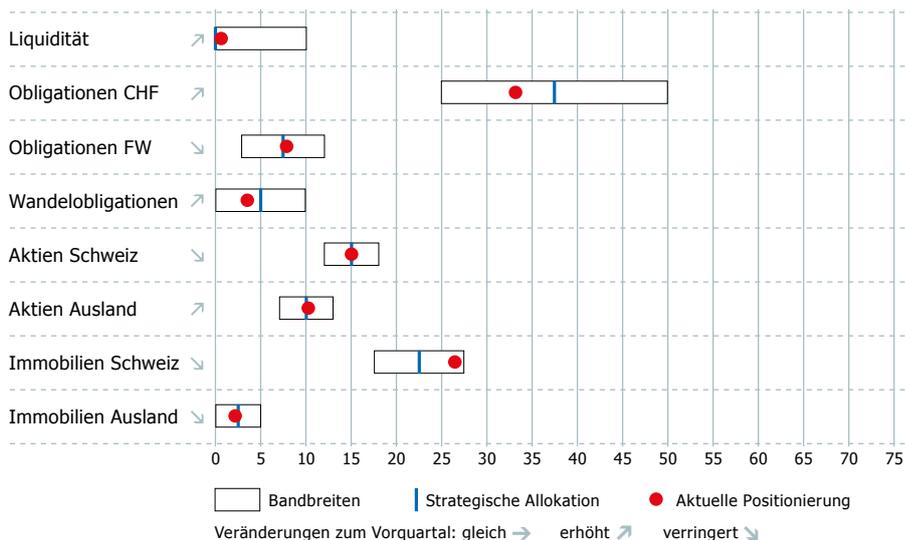
Die Finanzmärkte waren 2023 von Extremen geprägt. Sie offenbarten sich in allen Anlageklassen und dabei sehr markant an den Zinsmärkten. Die Rendite für 10-jährige Staatsobligationen in der Schweiz fiel von 1.6% auf ein Jahrestief von 0.6% und diejenige von US-Treasuries sank nach einem Zwischenhoch im Oktober auf das Niveau vom Jahresanfang. Grosse Performance-Abweichungen bei den Obligationenanlagen waren die Folge.

Für das Gesamtjahr erwies sich unsere strukturelle Untergewichtung von **CHF-Obligationen** zugunsten von NAV-bewerteten Schweizer Immobilienanlagen als nachteilig. Auch die Diversifikation in währungsabgesicherte, ausländische Obligationen zahlte sich nicht aus.

An den **Aktienmärkten** blieb die Volatilität angesichts der geopolitischen Krisenherde und der restriktiven Geldpolitik der Notenbanken überraschend tief. Die Unruhe im Bankensektor im Frühjahr 2023 erwies sich als ein kurzfristiges Beben. Generell gab es 2023 erhebliche Performance-Unterschiede auf Länder- und Sektorebene. Dieses Umfeld beeinträchtigte bis zum 3. Quartal unsere Aktienanlagen.

Das heterogene Zinsumfeld lastete auch auf den **Immobilienanlagen**. Insbesondere im Ausland gerieten die Bewertungen infolge der höheren Diskontsatzes zum Teil stark unter Druck. Die kotierten Immobiliengefässe blieben überdurchschnittlich volatil und retteten sich nur dank eines starken

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



4. Quartals ins Plus. Der Schweizer SXI Real Estate Funds TR Index legte 2023 um 5.0% zu und für den global ausgerichteten GPR250 World Index resultierte ein Plus von 0.3%. Wir haben in unseren Mixta-Anlagegruppen im Jahresverlauf punktuell Zukäufe in kotierten Immobilienanlagen getätigt. Dies hat sich v. a. im letzten Quartal ausbezahlt.

Strategische Positionierung für 2024

Vor dem Hintergrund einer expansiveren Geldpolitik mit tieferen Zinsen haben wir letztes Jahr begonnen die Duration zu erhöhen. Staats- und Unternehmensanleihen in Fremdwährungen sind nun auch aufgrund der rückläufigen Hedging-Kosten attraktiver. Schwellenländeranleihen könnten ebenfalls ins Rampenlicht rücken. Das Potenzial für den Schweizer Obligationenmarkt scheint

angesichts des relativ tiefen Rendite-niveaus begrenzt.

Die Aktienmärkte verströmen viel Optimismus, insbesondere im Technologiesektor. Wie lange die grosse Begeisterung bezüglich des Themas «Künstliche Intelligenz» noch anhalten wird, ist offen. Die Bewertung von in diesem Bereich engagierten Firmen fällt selbst unter ambitionierten Wachstums- und Gewinnprognosen sehr hoch aus. Wir behalten unsere Beimischung der in 2023 zurückgebliebenen Märkte, wie die Schweiz, Emerging Markets und Low-Vol-Anlagen. Auch die kleinkapitalisierten Werte erachten wir als attraktiv bewertet. Insgesamt gewichten wir Aktien neutral.

Unsere strukturelle Übergewichtung in NAV-bewerteten Schweizer Immobilienanlagen hat sich zwar im letzten Jahr noch nicht ausbezahlt, bei einer Cash-flow-Rendite von ca. 3% für Schweizer NAV-Immobilien im Vergleich zur Verfallsrendite von 1.2% für den SBI AAA-BBB Bond Index halten wir jedoch an dieser Positionierung fest. Die Nachfrage nach Schweizer Wohnimmobilien wird aufgrund der hohen Nettowanderung hoch bleiben. Zudem sorgt der Anstieg des Referenzzinssatzes weiterhin für attraktive Ertragsrenditen.

Performanceübersicht MIXTA OPTIMA per Ende Dezember 2023

Kategorie I, netto, nach Kosten

	YTD	2022	3 Jahre*	5 Jahre*	10 Jahre*
MIXTA OPTIMA 15**	4.32%	-9.72%	-0.90%	1.46%	2.19%
MIXTA OPTIMA 25	4.02%	-9.84%	0.14%	2.49%	3.12%
MIXTA OPTIMA 35	4.45%	-11.24%	0.32%	2.88%	3.33%
Pictet BVG 25 (2000)	6.71%	-14.16%	-1.77%	1.14%	2.15%

*annualisiert **Kategorie II

Die Inflation normalisiert sich – wird 2024 das Jahr der Anleihen?

Kurz und bündig

- Im Oktober 2023 erreichten die Zinsen weltweit ihren Jahreshöchststand und die Weltwirtschaft hat sich verlangsamt. Die Industrieländer dürften ab Mitte des neuen Jahres ihre Geldpolitik lockern.
- Auch ohne weiche Landung dürfte es nur zu einer schwachen Rezession kommen. Die weltweiten Kredit- und Schwellenländermärkte profitieren davon, ebenso wie von niedrigeren US-Zinsen.
- Die mit rund 1.7% weiterhin hohen US-Realzinsen sind nicht strukturell, sondern zyklisch bedingt. Für mittelfristig ausgerichtete Anleger bestehen gute Einstiegsmöglichkeiten.
- Die Konjunktur in der Eurozone hinkt der US-Entwicklung hinterher, jedoch ist die Inflationsdynamik hier vorteilhafter. Das höhere Rezessionsrisiko in Europa ist in den Bewertungen bereits eingepreist.
- Die globalen Kreditmärkte bieten attraktive Chancen. Die Fundamentaldaten etablierter Investment-Grade-Unternehmen sind robust genug, um eine Rezession ohne wesentliche Spread-Ausweitung durchstehen zu können.
- In den weltweiten High-Yield- und Schwellenländermärkten eröffnen sich selektive Carry-Trade-Gelegenheiten. Es wären starke Negativschocks nötig, um die hohen Kreditrisikoprämien aufzuheben.

Die USA und die US-Notenbank

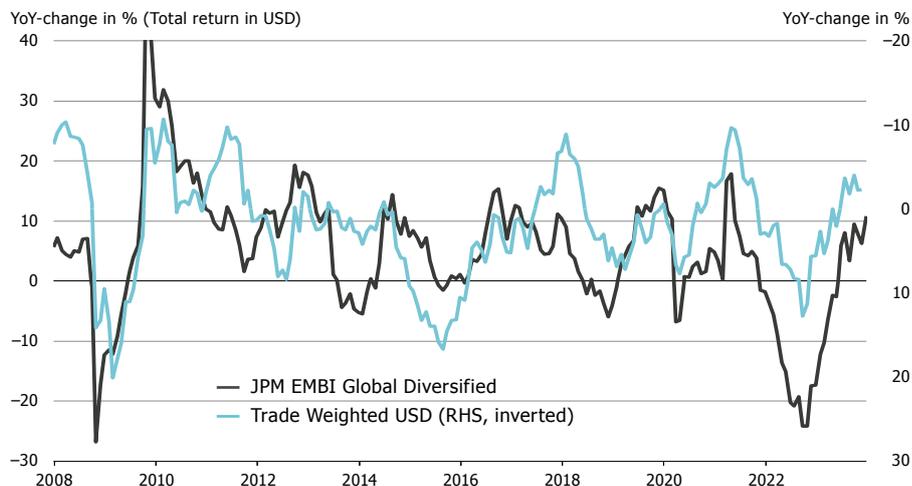
Die Zinsentscheidungen der FED finden in einem politischen und konjunkturellen Spannungsfeld statt. Sollten die Konjunkturdaten schwächer als erwartet ausfallen, wird der Druck auf die FED zunehmen, die Zinsen zu senken – insbesondere bei tieferer Inflation. Das hohe Zinsniveau lastet inzwischen auf Unternehmensaktivität und Verbrauchern. Zinssenkungen von insgesamt bis zu 100 Bp im Jahr 2024 scheinen möglich.

Die Eurozone und die EZB

Keine harte Landung, aber eine hohe Rezessionswahrscheinlichkeit wird für die Eurozone erwartet. Für Deutschland als wirtschaftlich stärkstes Land

Schwellenländer-Anleihen profitieren von einem schwachen USD

Quelle: LSEG, Vontobel



in Europa dürfte eine technische Rezession unvermeidlich sein. Da der europäische Wirtschaftsraum jedoch mit geringer Zeitverzögerung auf Zinsschritte anspricht, ist das Inflationsziel der EZB schneller erreichbar. Zinssenkungen im Umfang von 75 bis 100 Bp stehen für 2024 im Raum.

Das Vereinigte Königreich und die BoE

Die Teuerung erwies sich lange als hartnäckig hoch. Inzwischen wirken die strafferen finanziellen Bedingungen. Die Konjunkturdynamik bei den Unternehmen lässt nach und die teurer werdenden Hypotheken mit Laufzeiten von typischerweise drei oder fünf Jahren belasten die Verbraucher. Wir erwarten Zinssenkungen der BoE von 50 bis 75 Bp.

Attraktive Schwellenländer

Eine weltweit weiche Landung dürfte Schwellenländeranleihen begünstigen. Die Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährungen würden parallel zu den Zinssätzen von US-Staatsanleihen sinken und die Spreads könnten sich leicht verringern. Der erwartete Konjunkturrückgang in den Industrieländern bzw. deren restriktive Geldpolitik dürften sich 2024 auf viele grosse Schwellenländer auswirken – angesichts des mit über 80 Ländern grossen Anlageuniversums jedoch durchaus unterschiedlich. Diverse Zentralbanken in den Emerging Markets haben bereits mit ihren Locke-

rungen begonnen und werden diese bis Mitte 2024 fortsetzen. Dadurch verbessern sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen an den inländischen Anleihenmärkten, was sich wiederum positiv auf die Bewertung von Obligationen in Lokalwährung auswirkt.



IST Lagebeurteilung
Ausgabe Januar 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.