

Widersprüchliche Zinssignale sorgen für Volatilität

Das Jahr 2022 wird sicherlich keines sein, welches Investoren in guter Erinnerung bleiben wird. Zu gross war die Zahl der Faktoren, die die Märkte belastete und in den negativen Bereich drückte. Einige der Risiken dürften uns aber auch im Jahr 2023 begleiten, da weder ein Ende des Krieges in der Ukraine in Sicht ist, noch die Korrektur an den globalen Immobilienmärkten abgeschlossen sein dürfte. Immerhin brachte das vierte Quartal für die risikobehafteten Anlageklassen eine Verschnaufpause und eine deutliche Erholung. Zusätzlich reduzierten der relativ milde Winter und die gefüllten Lager das Risiko einer Energiekrise in Europa. Weitere Unterstützung kam seitens der seit einigen Monaten sinkenden Inflation und der Aufhebung fast aller COVID-bedingten Einschränkungen in China.

Wenn Geld nicht mehr gratis ist

Die US-Notenbank FED erhöhte den Leitzins im vierten Quartal weitere zwei Mal. Der erste Schritt erfolgte Anfang November (+0.75%) und der zweite Mitte Dezember (+0.50%). Damit hat die FED im Jahr 2022 eine äusserst markante Zinswende im Umfang von 4.25% vollzogen. Auch die europäische Zentralbank EZB (+2.50%) und die Schweizer Nationalbank SNB (+1.25%) strafften ihren

Leitzins, allerdings weniger ausgeprägt als die FED. Der CHF wertete sich bis ins dritte Quartal gegenüber den G10-Währungen auf, einzig der USD tendierte infolge der hohen Zinsdifferenz stärker. Auch Schwellenländerwährungen zeigten sich in Anbetracht des schwierigen Finanzmarktjahres relativ widerstandsfähig. Die geldpolitische Straffung führte an den Obligationenmärkten zu starken Kursrückgängen und einige Anleihen-

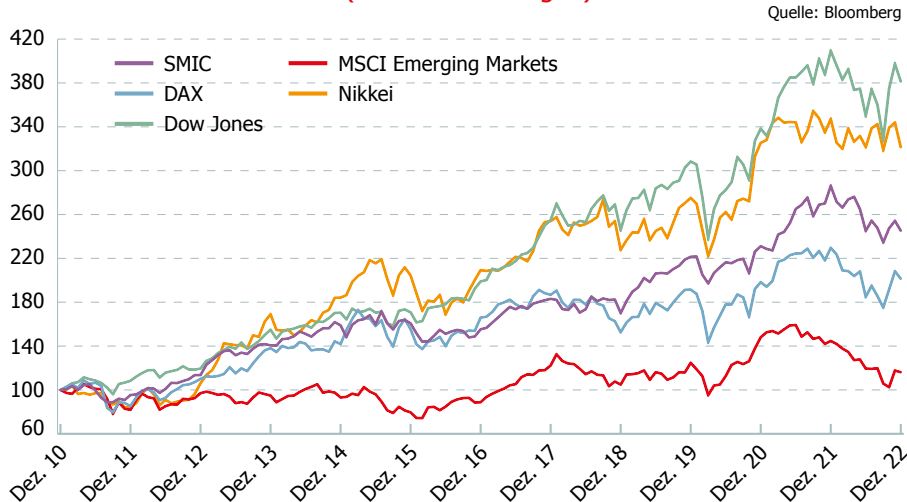
Indizes verzeichneten das schlechteste Jahr seit Messbeginn. Die leichte Entspannung bei den Kreditrisikoaufschlägen im vierten Quartal vermochte diese Entwicklung nur ansatzweise zu entschärfen. So konnten sich z. B. Unternehmensanleihen von ihren Tiefständen lösen, weisen jedoch gemessen am Bloomberg Global Aggregate Corporate TR Index für das Gesamtjahr einen rekordhohen Kursrückgang von 16.7% auf. Auch der in der Schweiz weit verbreitete SBI AAA-BBB Index konsolidierte zweistellig (-12.1%).

Wachstumswerte unter Druck

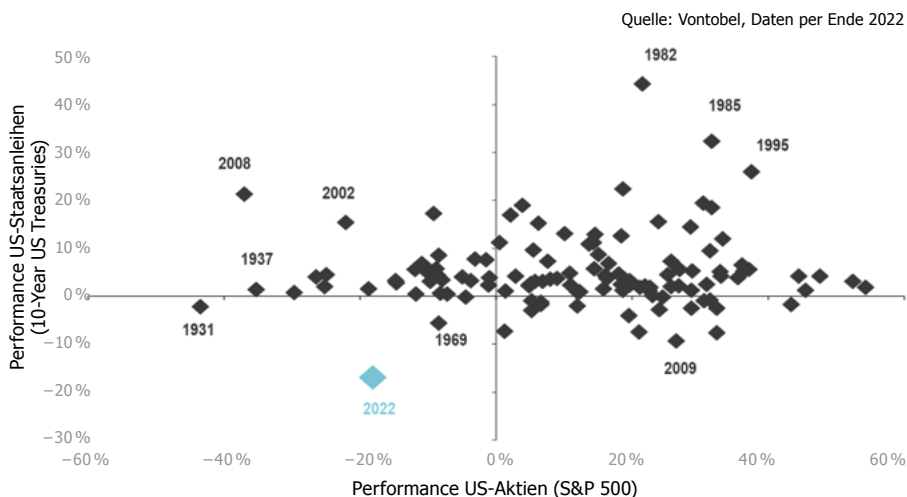
Höhere Zinsen, zunehmende Rezessionsängste und geopolitische Risiken lasteten ebenfalls auf den Aktienmärkten. Im vierten Quartal erholten sich die wichtigsten Leitindizes ab Mitte Oktober zwar wieder. Grund für die starke Aktienmarktentwicklung waren insbesondere zwei Faktoren. Zum einen reduzierten die zum Herbst hin besser gefüllten Energiespeicher und der überraschend milde Herbst das Risiko einer europäischen Energiekrise. Zweitens mehrten sich im vierten Quartal 2022 die Zeichen eines abflauenden Inflationsdrucks und sorgten für steigende Zinssenkungserwartungen gegen Ende 2023 bzw. 2024.

Dennoch kann für das Gesamtjahr 2022 mehrheitlich von einem «Bärenmarkt» die Rede sein. Deutlich abgestraft wurden technologielastrige Wachstumswerte. So brachen bis vor kurzem hoch gejubelte Titel wie Tesla (-69.2%) oder Facebook (Meta Platforms) (-64.5%) regelrecht ein. Die Divergenz zwischen Wachstum und Value war gemessen in CHF denn

Performance Aktienmärkte (in Lokalwährungen)



Jährliche Performance von US-Staatsanleihen und -Aktien seit 1900



auch sehr hoch (MSCI World Growth TR Index: -28.2% vs. MSCI World Value TR Index: -4.7%). Auf Sektorebene waren die Unterschiede ebenfalls ausgeprägt. Im breit diversifizierten europäischen Stoxx 600 Index klafft die Performance des besten

(Energie: $+30.0\%$) und des schlechtesten Sektors (Immobilienaktien: -37.9%) enorm auseinander. Die für unsere Mischvermögen relevanten Leitindizes liegen eher im Mittelfeld dieser Extreme. Der MSCI World Index verliert seit Jahresbeginn -17.8% , der

SPI Index -16.9% und die Schwellenländer -20.0% (alle in CHF).

Ein Jahr für die Finanzmarktgeschichte

2022 wird als eines der seltenen Börsenjahre in die Geschichtsbücher eingehen, in dem sowohl die Obligationen- wie auch die Aktienmärkte eine deutlich negative Performance aufweisen (siehe Grafik). Nur wenige Anlageklassen, wie Rohstoffe oder nicht kotierte und zum Nettoinventarwert geführte Immobilienanlagen konnten ihren Wert halten bzw. weiter ausbauen. Für CHF-Anleger brachte auch die internationale Diversifikation keinen Mehrwert, denn mit Ausnahme des USD verloren die meisten Fremdwährungen gegenüber dem CHF an Wert. Umso mehr erwies sich in einem ausgewogenen Portfolio der positive Beitrag von NAV-bewerteten Schweizer Immobilienanlagen als äusserst willkommene Risikodiversifikation.

Makro-Highlights

Wachstum	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.0	0.6
USA	1.9	0.3
Euroraum	3.2	-0.1
China	3.0	4.8

Arbeitslosenrate	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.2	2.3
USA	3.7	4.4
Euroraum	6.7	7.1
China	4.1	4.0

Inflation	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.9	2.1
USA	8.0	4.0
Euroraum	8.5	6.1
China	2.1	2.3

Leitzinsen	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	1.25	1.25
USA	4.50	4.70
Euroraum	2.50	3.10

Quelle: Bloomberg; Konsensschätzungen per 31.12.2022; alle Angaben in %

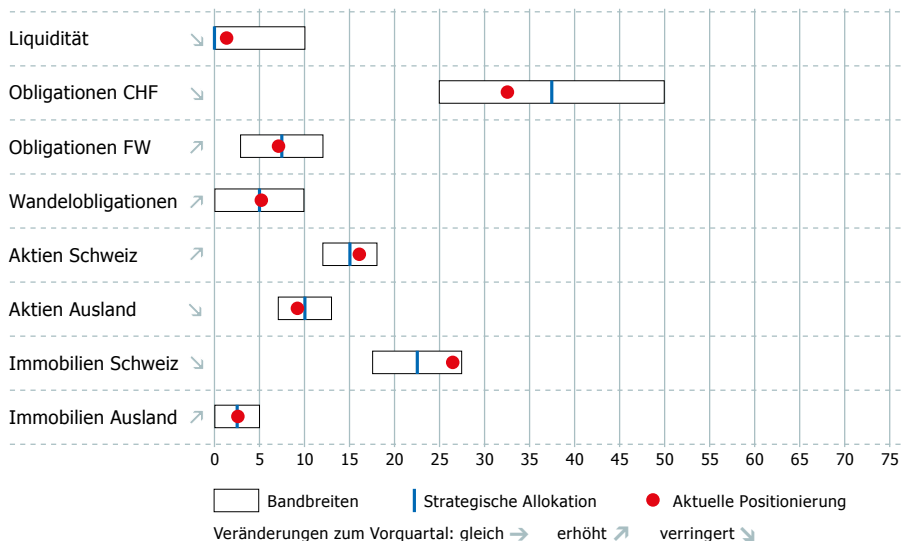
Rezession oder nur Wachstumsverlangsamung?

Die globale konjunkturelle Lage ist fragmentiert. Das Wachstum in den einzelnen Wirtschaftsräumen verläuft asynchron, wobei sich in den meisten Volkswirtschaften zumindest eine spürbare Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik abzeichnet. Einige Länder Europas schlittern aufgrund der Energiekrise bereits heute in eine Rezession. Die getrübte Stimmung in Deutschland und Grossbritannien dürfte auch 2023 anhalten. In den USA gehen Konsenserwartungen von einer milderen Rezession ab dem zweiten Quartal 2023 aus. Der Privatkonsum dürfte sich hier infolge geschmälerter Vermögenswerte in Kombination mit höheren Konsumkreditzinsen und der Inflation abschwächen. Entscheidend für den Wirtschafts- und Finanzausblick sind die Dauer und das Ausmass der restriktiven Zinspolitik. Hier steht aufgrund des strukturellen Fachkräftemangels vor allem die Lohninflation im Fokus der Währungshüter. Für die Schweiz wird vorerst keine Rezession prognostiziert. Die Schätzungen für das BIP-Wachstum 2023 liegen bei niedrigen 0.5%.

Zunehmend attraktivere Obligationenmärkte

Rein statistisch betrachtet entwickeln sich die Finanzmärkte nach einem derart schwachen Vorjahr im darauffolgenden Jahr positiv. Allerdings relativiert sich das Bild aus fundamentaler Sicht, wobei die Argumente für eine konstruktive wie auch eine defensive Positionierung nicht fehlen. Bei den bis anhin deutlich untergewichteten Obligationen nehmen wir eine etwas konstruktivere Haltung ein. Der Aufwärtsdruck bei den Zinsen

Taktische vs. strategische Asset Allokation MIXTA OPTIMA 25 (in %) per Ende Dezember 2022



dürfte im Jahresverlauf abnehmen und die Gesamtrenditen von Unternehmensanleihen (4.3%) übertreffen in Europa erstmals seit 10 Jahren die Dividendenrenditen von Aktien (3.4%). In den USA rentieren USD-Corporates im Investment-Grade-Segment im Schnitt sogar 5.4%. Auch Schwellenländeranleihen bieten sich als Beimischung in festverzinslichen Portfolios nach wie vor an.

Neutrale Aktienpositionierung, Übergewichtung defensiver Werte

Für die Aktienmärkte erweist sich eine verlässliche Prognose schwieriger als in vorangehenden Jahren. Von einer breit angelegten Kurs-Rallye bis hin zu einem weiteren Verlustjahr ist jedes Szenario begründbar. Negative Argumente gibt es zuhauf: die bevorstehende Rezession, welche momentan noch nicht in den Gewinnerwartungen der Analysten eingepreist ist, eine hartnäckige Inflation

mit anhaltend hohen Zinsen sowie der relative Attraktivitätsverlust gegenüber den Anleihen. Andererseits spricht auch vieles für Aktien: die Bewertungen sind attraktiver und die Inflation hat ihren Zenit bereits überschritten. Dadurch könnte die FED ihre restriktive Geldpolitik früher beenden, als erwartet, und womöglich erste Leitzinssenkungen ankündigen. Ausserdem würde eine unerwartete Beilegung des Ukraine-Konflikts einen Befreiungsschlag an den Aktienmärkten auslösen. Diese gegensätzlichen Szenarien sprechen wohl für ein überdurchschnittlich volatiles Aktienjahr mit Ausschlägen in die eine oder andere Richtung. Wir positionieren uns daher neutral, erwarten aber aufgrund der höheren Renditen bei den Obligationen ein anhaltend schwieriges erstes Halbjahr, insbesondere für Wachstumswerte. Dies spricht weiterhin für eine Übergewichtung defensiver Dividenden- und Value-Titel. Bewertungsbedingt halten wir auch an unserer Beimischung von Small Caps fest.

Performanceübersicht MIXTA OPTIMA per Ende Dezember 2022

Kategorie I, netto, nach Kosten

	YTD	2021	3 Jahre*	5 Jahre*	10 Jahre*
MIXTA OPTIMA 15**	-9.72%	3.33%	-1.37%	0.19%	1.98%
MIXTA OPTIMA 25	-9.84%	7.09%	-0.63%	1.02%	3.20%
MIXTA OPTIMA 35	-11.24%	8.90%	-0.60%	1.15%	3.54%
Pictet BVG 25 (2000)	-14.16%	3.47%	-3.06%	-0.62%	1.93%

*annualisiert **Kategorie II

Stabilisierende Immobilienanlagen

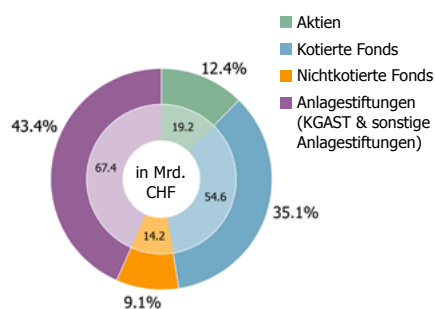
Immobilien, insbesondere nicht kotierte Direktanlagen, sind aus einer Cashflow-Perspektive weiterhin attraktiv, zudem entschärfen sie das steigende Volatilitätsrisiko in den Portfolios.

Attraktiver indirekter Schweizer Immobilienmarkt

In der Asset Allokation von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen stellen indirekte Immobilienanlagen einen wichtigen Pfeiler dar. Hier wird mehrheitlich zwischen zum Nettoinventarwert gehandelten Anlagen, börsengehandelten Immobilienfonds und Immobilienaktien unterschieden. Nicht kotierte Fonds komplettieren mit einem Anteil von knapp 10 % die Anlagemöglichkeiten. Bei Investitionen in börsennotierte Fonds und Aktien ist das Agio häufig ein entscheidender Faktor für eine Investition.

Grosses Universum für aktive Anlageentscheide

Nahezu 50 % der indirekten Immobilienanlagen entfällt auf das kotierte Segment, wobei Fonds den Löwenanteil bilden. Breit diversifiziert über alle Regionen und Sektoren ermöglichen sie aktive Anlageentscheide und zielgerichtete Investitionen im Gesamtportfoliokontext.



Quelle: Swiss Finance & Property, Daten per 31.12.2022

Tiefe Korrelation zwischen Anlageformen

Durch ihren Zugang zu Immobilien, die nicht auf dem Markt verfügbar sind, die grosse Auswahl von Managern und die hohe Liquidität bieten indirekte Immobilienanlagen eine ganze Reihe

von Vorteilen. Ergänzt werden diese durch kurz- und mittelfristige Trends, die durch aktive Anlageentscheide genutzt werden können.

Korrelationen	Fonds	Aktien	KGAST
Fonds	1.00	0.46	0.01
Aktien	0.46	1.00	-0.01
KGAST	0.01	-0.01	1.00
Rendite p. a.	4.9%	6.2%	5.1%
Risiko	7.1%	11.2%	1.0%

Quelle: Swiss Finance & Property, monatliche Renditen vom 31.12.1999 bis 31.12.2022

Ein zusätzliches Plus ist die tiefe Korrelation der verschiedenen Anlageformen untereinander (siehe Tabelle). Die Kurskorrekturen bei kotierten Immobilienanlagen im Jahr 2022 können Opportunitäten für einen Einstieg eröffnen.

Ausweitung des Agios als kleinster Performancefaktor

Obwohl das Agio meist im Rampenlicht steht, resultiert der Grossteil der Performance aus der Dividendenrendite, die sich direkt aus dem Mietertrag ableitet, und zu einem weiteren ge-

wichtigen Teil aus den Wertsteigerungen der Immobilien. Die Agio-Ausweitung hat mit 0.5 % p. a. über einen Zeitraum von knapp 30 Jahren nur marginal zur Gesamtrendite von 5.4 % p. a. (SXI Real Estate Funds TR Index) beigetragen (Quelle: Bloomberg, Swiss Finance & Property Group). Die starke Korrektur des Agios von über 30 % seit Sommer 2021 könnte ein Indikator für einen Einstiegszeitpunkt sein.

Fazit

Rebalancings in Folge von Kurskorrekturen über sämtliche Anlageklassen und das Umfeld steigender Zinsen haben besonders bei «liquiden» Immobilienanlagen zu Überreaktionen geführt. Nach den kräftigen Zinsschritten der SNB dürften mögliche weitere Anhebungen weniger stark ausfallen. Der Druck auf das kotierte Immobiliensegment sollte somit nachlassen. Dieses präsentiert sich, auch im historischen Kontext, attraktiv. Stabilisierende Faktoren dürften ausserdem auch die demographische Entwicklung und die anhaltende Zuwanderung in die Schweiz sein.



IST Lagebeurteilung
Ausgabe Januar 2023

IST Investmentstiftung

Manessestrasse 87 | 8045 Zürich
Tel 044 455 37 00 | Fax 044 455 37 01
info@istfunds.ch | istfunds.ch

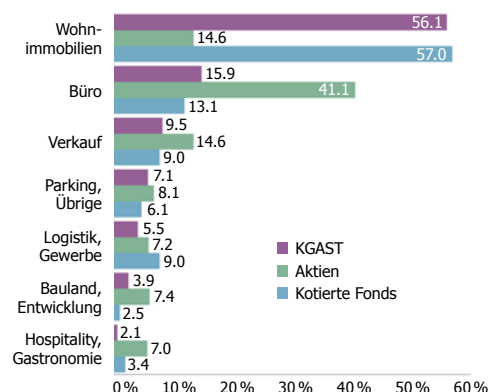
IST Fondation d'investissement

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.

Indirekte Schweizer Immobilienanlagen: Aufteilung nach Sektoren und Regionen



	Fonds	Aktien	KGAST
Zürich	26.4%	52.3%	35.8%
Ostschweiz	4.9%	2.7%	5.9%
Innerschweiz	5.2%	5.9%	5.9%
Nordwestschweiz	17.2%	12.1%	16.8%
Bern	8.0%	5.7%	8.6%
Südschweiz	3.1%	0.4%	3.7%
Genfersee	29.8%	20.1%	20.5%
Westschweiz	5.4%	0.7%	2.9%

Quelle: Swiss Finance & Property, aktuell publizierte bzw. von den Gesellschaften gelieferte Daten zu Regionen und Sektoren; Daten per 31.12.2022