

# Endlich. Die Geldpolitik fängt an zu wirken.

**Die Finanzmärkte konnten sich im zweiten Quartal von der Unruhe im Bankensektor im März erholen. Einerseits half das schnelle und beherrzte Eingreifen der US-Notenbank sowie die überraschend zügige Lösung des Problems der strauchelnden Credit Suisse. Andererseits stützten die robusten Arbeitsmarktdaten in den Kernländern der Eurozone und den USA die Finanzmärkte. Das Konsumentenvertrauen in den Industrieländern zeigte zwar einige Schwächen und die chinesischen Konjunkturdaten verfehlten die Erwartungen der Marktteilnehmer, aber trotz allem liegen die Arbeitslosenzahlen vielerorts auf historischen Tiefständen. Dies ist ein Indiz für ein niedriges Risiko einer unmittelbar bevorstehenden Rezession.**

Der angespannte Arbeitsmarkt und die für den Geschmack der Zentralbanken zu langsam sinkende Kerninflation halten das Risiko eines fortschreitenden Zinserhöhungszyklus in den USA und Europa weiterhin hoch. Sowohl die FED als auch die EZB haben auf ihren geldpolitischen Sitzungen im Juni weitere Zinsschritte in diesem Jahr in Aussicht gestellt. In Anbetracht der Schwäche globaler Immobilienmärkte dürfte das Risiko einer Rezession im späteren Verlauf des Jahres bzw. im kommenden Jahr bestehen bleiben.

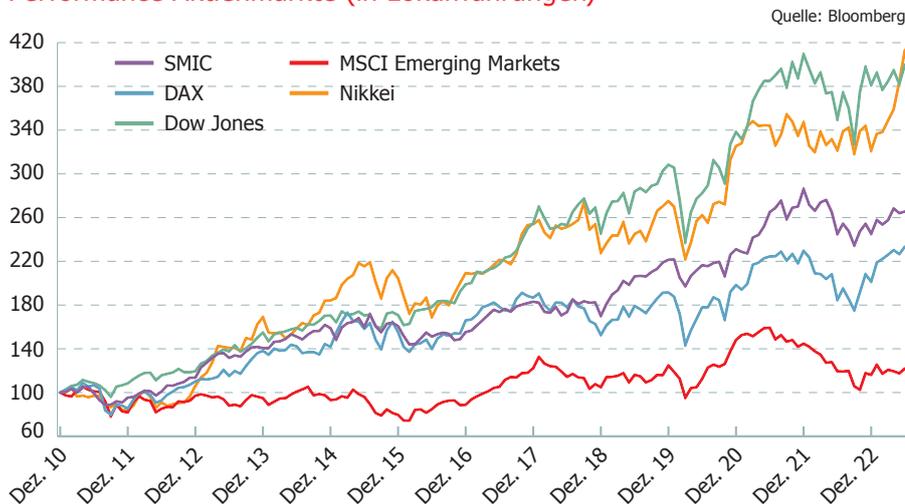
## Schwelenländeraktien hinken hinterher

Die Aktien legten auch in den vergangenen drei Monaten zu und verbuchten ein Plus von 4.9% (MSCI All Countries in Lokalwährung). Allerdings verlor die Erholung nach über +8% im ersten Quartal an Geschwindigkeit. Die Aktienmärkte der Schwelenländer hinkten den Industrieländern, die um 5.5% stiegen, deutlich hinterher. Allerdings ist dies hauptsächlich auf die asiatischen Märkte mit +0.1% zurückzuführen. Lateinamerika legte deutlich um +9.4% und Osteuropa

um +15.4% zu. Innerhalb Asiens sorgten die unter den Erwartungen gebliebenen Konjunkturdaten aus China für eine deutlich negative Aktienperformance von -9%. Innerhalb der Industrieländer konnten sich Griechenland mit +23.7%, Japan mit +16% und USA mit +7.4% sehr gut entwickeln.

Wachstumswerte konnten gemessen am MSCI World Growth Index in CHF (+22.8%) ihre Outperformance gegenüber dem entsprechenden Value-Index (-0.6%) durchsetzen. Die nochmals gestiegenen Zinsen konnten diesen Trend nicht umkehren. Grund hierfür ist eine irrationale Kursentwicklung von IT-Aktien mit einem auf künstliche Intelligenz ausgerichteten Geschäftsmodell. Gemäss dem Bloomberg World Index (in CHF) haben sich Technologie (+31.8%), Kommunikation (+20.9%) und langlebige Konsumgüter (+20.5%) sehr gut entwickelt, der Energiesektor landete mit -7.6% wie auch schon im 1. Quartal auf dem letzten Platz.

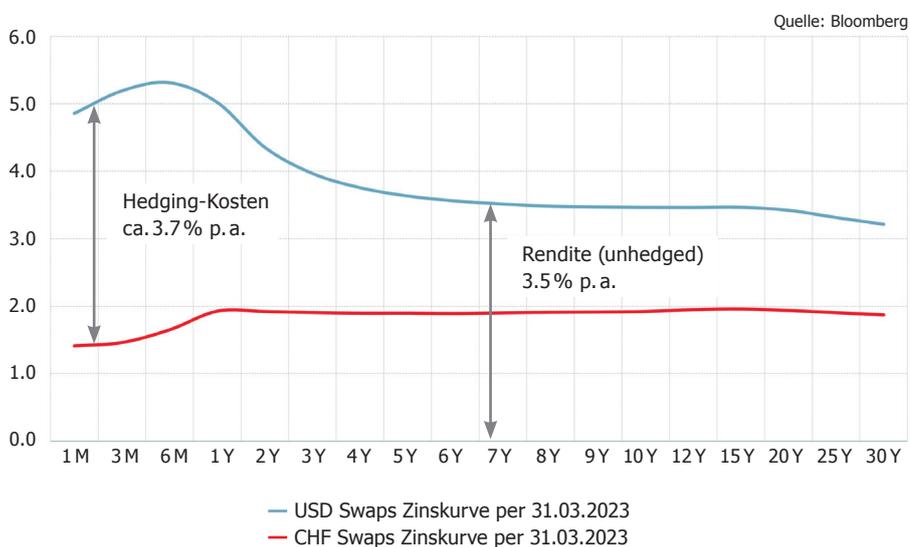
## Performance Aktienmärkte (in Lokalwährungen)



## Schwelenländeranleihen erholen sich langsam

Die schnelle Reaktion der Zentralbanken in den USA und der Schweiz im zweiten Quartal vermochten den Stress im Bankensektor mit erneut steigenden Zinserwartungen etwas zu lindern. Folglich hatten die Anleihenmärkte im zweiten Quartal einen schweren Stand, wobei der JP Morgan Global Government Bond Index mit -1.1% das Quartal beendete. Schwelenländeranleihen konnten, im Gegensatz zu Staatsanleihen aus Industrieländern zulegen, wobei Hartwährungsanleihen (+1.9% in USD) und Lokalwährungsanleihen (+2.2%

## Teure USD-Währungsabsicherung gegen CHF



in USD) eine ähnliche Performance verzeichneten. Lateinamerika erzielte mit +5.1% (in Lokalwährungen) die stärkste Performance, wobei Kolumbien (+9.5%) und Brasilien (+6.0%) besonders positiv beitrugen. US-Unternehmensanleihen (−0.8%) stagnierten. Hier belastete insbesondere das Segment mit höherer Qualität (AAA: −1.8%). Europäische Unternehm-

ensanleihen erzielten mit +0.4% eine leicht positive Performance.

### Höherer Leitzins und Devisenverkäufe im Kampf gegen Inflation

Die SNB setzt im Kampf gegen die Inflation neben einem höheren Leitzins auch auf Devisenverkäufe, die tendenziell zu einem stärkeren Franken führen. Damit wird weniger Inflation

aus dem Ausland importiert. Weitere Zinserhöhungen der SNB sind im 2. Halbjahr 2023 nicht ausgeschlossen.

### Teure USD-Währungsabsicherung gegen CHF

Derzeit ist die Währungsabsicherung des USD gegen CHF für die Anleger sehr unvorteilhaft. Der Grund hierfür ist die stark inverse USD-Zinskurve. Im 2. Quartal 2023 zahlte man für das Hedging netto rund 3.7% p.a. (Zinsdifferenz am kurzen Ende der Zinskurve). Gleichzeitig rentierte das mittlere Laufzeitensegment (4–6 Jahre) 3.5% p.a. Abzüglich der Hedging-Kosten resultierte in CHF also ein Verlust von −0.2% zuzüglich entgangene Opportunitätskosten von ca. 2% im CHF-Obligationenmarkt. Aus Sicht eines CHF-Anlegers lohnt es sich derzeit nicht, im USD-Zinsmarkt währungsabgesichert zu investieren.

Im Hinblick auf Fremdwährungen zeigt sich im zweiten Quartal erneut ein schwaches Bild. Mit Ausnahme des britischen Pfunds (+0.75%) neigten alle anderen G10-Währungen gegenüber dem CHF zur Schwäche. Besonders ausgeprägt war der Verlust des japanischen Yen (−9.9%).

## Makro-Highlights

Wachstum	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.0	0.6
USA	2.1	1.0
Euroraum	3.5	0.5
China	3.0	5.3

Inflation	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.9	2.4
USA	8.0	4.3
Euroraum	8.4	5.6
China	2.0	2.3

Arbeitslosenrate	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	2.2	2.2
USA	3.6	3.9
Euroraum	5.3	5.4
China	8.2	8.1

Leitzinsen	2022	2023 (Prognosen)
Schweiz	1.25	1.75
USA	4.50	5.05
Euroraum	2.50	4.10

Quelle: Bloomberg; Konsenschätzungen per 30.6.2023; alle Angaben in %

# Geldpolitik der Notenbanken im Anlegerfokus

Die Zentralbanken setzten ihre restriktive Geldpolitik im 2. Quartal fort. Die FED erhöhte den Leitzins anfangs Mai um 25 Bp auf 5.25%. Zwar pausierte sie auf diesem Niveau, wies aber auf die Möglichkeit weiterer Interventionen hin. Die EZB hob ihrerseits den Leitzins im letzten Quartal zweimal um insgesamt 50 Bp auf 4% an. Ein weiterer Zinsschritt wird für Juli erwartet. In Grossbritannien hat die BOE auf die grassierende Kerninflation von 7.1% im Mai mit Anhebungen von insgesamt 75 Bp reagiert. Mit 5.0% befindet sich der britische Referenzzinssatz auf einem 15-Jahreshoch. In der Schweiz liegt der Leitzins trotz eines Zinsschritts der SNB im Juni auf international tiefen 1.75%. Die Notenbanken fokussieren weiterhin auf eine Eindämmung der Inflation. Mit einer Abkehr von der restriktiven Geldpolitik ist in diesem Jahr kaum zu rechnen.

## Obligationenmärkte mit attraktiven Renditen am kurzen Ende

Die Schritte der Notenbanken haben die Zinskurven in den entsprechenden Währungen markant verändert. Im laufenden Jahr erhöhten sich die Renditen am kurzen Ende nochmals deutlich, für Laufzeiten über 5 Jahre war hingegen sogar ein leichter Renditerückgang zu verzeichnen. Damit hat sich die inverse Zinskurvenstruktur im USD-, GBP- und EUR-Raum weiter verstärkt – ein klassisches Indiz für eine bevorstehende Rezession oder eine Wirtschaftsabkühlung. Die CHF-Zinskurve ist zwar nicht invers aber sehr flach. Diese Konstellation spricht vorübergehend nicht für das Eingehen von Durationsrisiken.

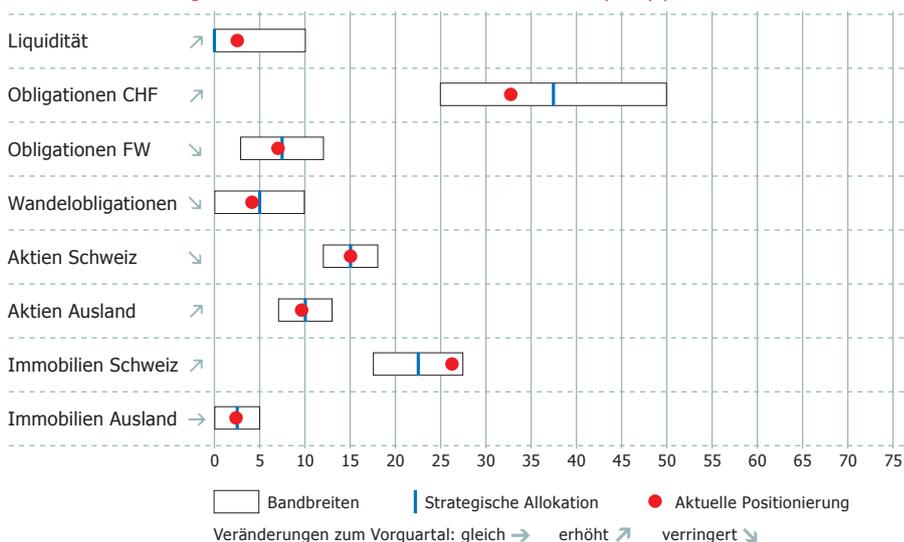
## Performanceübersicht MIXTA OPTIMA per Ende Juni 2023

Kategorie I, netto, nach Kosten

	YTD	2022	3 Jahre*	5 Jahre*	10 Jahre*
<b>MIXTA OPTIMA 15**</b>	2.57%	-9.72%	-0.13%	0.84%	2.22%
<b>MIXTA OPTIMA 25</b>	2.86%	-9.84%	1.41%	1.72%	3.30%
<b>MIXTA OPTIMA 35</b>	3.55%	-11.24%	1.94%	2.04%	3.59%
<b>Pictet BVG 25 (2000)</b>	4.55%	-14.16%	-1.05%	0.37%	2.18%

\*annualisiert \*\*Kategorie II

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



Stattdessen sind Geldmarktanlagen wieder stark gefragt. In der Schweiz lohnen sich im wenig liquiden CHF-Obligationenmarkt eher ausgewogene Kreditstrategien. Wir bleiben im kürzeren bis mittleren Laufzeitensegment investiert und halten in unseren Mixta-Vermögen die Duration untergewichtet.

## Beunruhigende Konzentration im US-Aktienmarkt

Die Aktienmärkte setzten ihre Rallye unbeirrt fort. Allerdings war die Marktaufwertung ungewöhnlich konzentriert und durch wenige Schwergewichte aus dem US-Technologiesektor getrieben. Der Beitrag von Apple, Microsoft, NVIDIA, Tesla und Amazon im gesamten S&P 500 Index beträgt seit Jahresbeginn über 80%. Die Konzentration am US-Aktienmarkt, gemessen am Gewicht der fünf grössten Titel, ist so hoch wie

nie zuvor. Eine derartige Situation war in der Vergangenheit Vorbote von Börsen-Crashes (1999, 2007). Wir bleiben in diesem hoch bewerteten Sektor untergewichtet und bevorzugen defensivere Segmente, wie Dividendenwerte, Low-Vol oder Small Caps als Beimischung. Insgesamt bleiben wir für Aktien neutral gewichtet.

## Markante Renditeabweichungen bei Immobilienanlagen

Die Immobilienpreise sind weltweit aufgrund der gestiegenen Zinsen unter Druck geraten. In der Schweiz ist im internationalen Vergleich eine relative Stabilität zu verzeichnen. Die Zinsen sind nicht so stark gestiegen wie im Ausland, das Angebot an neuen Liegenschaften ist knapp und die Nachfrage robust. Allerdings ist auch hierzulande zunehmende Selektivität gefragt. Cashflow-Renditen von unter 2.5% sind im aktuellen Zinsumfeld nicht mehr attraktiv und der Aufwertungszyklus ist vorbei. Schweizer Immobilien, insbesondere nicht kotierte Direktanlagen im Wohnsegment, sind zu favorisieren, bieten einen gewissen Inflationsschutz und gelten als krisenresistent. Wir behalten unsere Übergewichtung in diesem Segment bei.

# Standhafte Konsumenten in den USA – wie lange noch?

Jedes der negativen Ereignisse in den letzten drei Jahren würde die Konsumenten im Rest der Welt in die Knie zwingen. Die Verbraucher in den USA widerstanden COVID, der steigenden Teuerung, der Krise im Bankensystem und den Diskussionen um die Verschuldungssituation der USA. Sie erwiesen sich bisher als Stütze der Konjunktur.

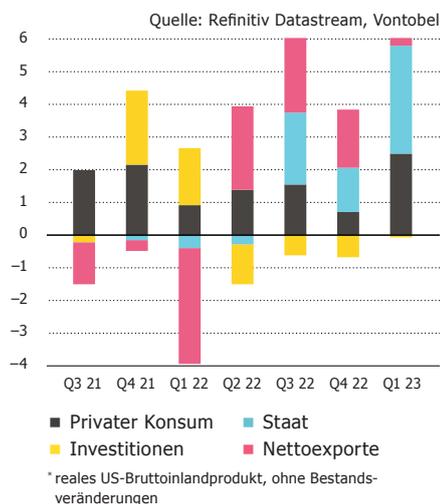
In den USA wurden Befürchtungen einer drohenden Rezession herumgereicht, insbesondere vor der Veröffentlichung der Zahlen zum US-Bruttoinlandprodukt für das 1. Quartal 2023. Das Konjunkturwachstum fiel tatsächlich um deutlich mehr als die Hälfte, die widerstandsfähigen US-Verbraucher verhinderten jedoch (wieder einmal) eine Rezession (Grafik 1).

## Grosse Nachfrage nach Gütern, Dienstleistungen als Schwachpunkt

Die Konsumenten waren insgesamt gesehen ein Fels in der Brandung. Nachdem die Pandemie anfänglich ihre realen Ausgaben stark belastete, ermunterten grosszügige staatliche Hilfen und vorhandene private Ersparnisse die Verbraucher, ihrer Kaufleidenschaft zu frönen. Aktuell entsprechen die realen Konsumausgaben wieder dem Wachstumstrend vor der Pandemie. Allerdings wird eine Verschiebung inner-

## Grafik 1: Noch keine US-Rezession dank beharrlicher Konsumlust

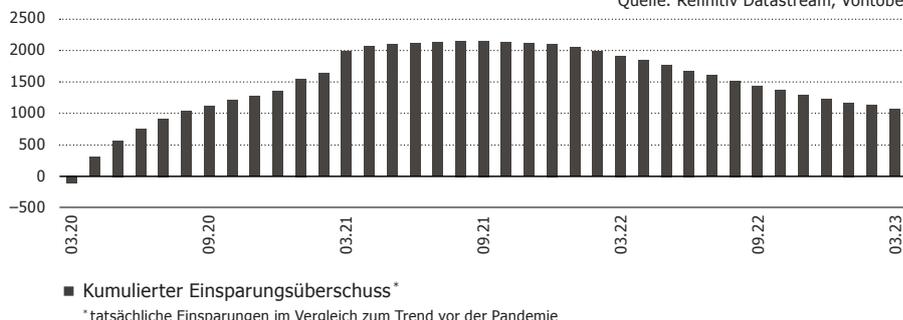
BIP-Triebfedern, %-Veränderung zum Vorquartal annualisiert\*



## Grafik 2: Ersparnisse der Konsumenten immer noch hoch

In Milliarden US-Dollar

Quelle: Refinitiv Datastream, Vontobel



halb der Konsumausgaben deutlich sichtbar – weg von Dienstleistungen, hin zu langlebigen Gütern. Ob es sich dabei um eine temporäre Situation handelt oder einen anhaltenden Trend, ist noch nicht abzusehen. Das Konsumverhalten erfährt derzeit zusätzliche Unterstützung von der Tiefzinsphase der letzten Jahre. Obwohl die Bedienung der Hypotheken die grösste monatliche Ausgabe der US-Verbraucher darstellt, profitieren diese vorerst von den häufig günstigen Zinskonditionen der Festhypotheken mit oft 30 Jahren Laufzeit.

## Drohen magere Zeiten?

Die sich abschwächende Teuerung dürfte den privaten Konsum jetzt und auf mittlere Sicht stützen, ebenso wie die Ersparnisse der Verbraucher (Grafik 2). Allerdings kann die Nachfrage nach langlebigen Gütern nicht für alle Zeiten über dem langfristigen Trend liegen. Irgendwann sind sie ersetzt und auch mit dem zweiten Auto ist das Bedürfnis der meisten Durchschnittskonsumenten gestillt. Dienstleistungen werden bis auf Weiteres u.a. durch Home Office belastet. Ausserdem übersteigen real gesehen die Konsumausgaben nach wie vor die Einkommen. Die vorhandenen Ersparnisse werden damit schrumpfen. Gemäss Statistiken der New Yorker FED steigt auch die Verschuldung der US-Verbraucher zunehmend an. Im Gegensatz zu den vergangenen 20 Jahren wurden während der Weihnachtszeit aufgebaute Kreditkartenschulden im 1. Quartal 2023 nicht reduziert. Die Konsumenten sitzen insgesamt auf USD 986 Mrd. Schulden und das bei effektiven Jahreszinsen von über 20%. Bedenklich ist darüber hinaus der zwar

noch tiefe jedoch ansteigende Anteil von Zahlungsrückständen, die seit 30 Tagen und mehr überfällig sind.

## US-Arbeitsmarkt als Zünglein an der Waage?

Ein robuster Arbeitsmarkt mit rosigen Aussichten begünstigt in der Regel das Konsumverhalten. Trifft die seit längerem erwartete Rezession jedoch tatsächlich ein, dürfte diese eine deutliche Abkühlung für den US-Arbeitsmarkt bringen. Eine tragende Säule stünde damit auf tönernen Füßen und würde auf dem BIP-Wachstum lasten.



IST Lagebeurteilung  
Ausgabe Juli 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.